

PUBBLICAZIONE SEMESTRALE

ISSN 2785-7298

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Gennaio / Giugno 2023

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella,
Dott. Luca Lentini, Dott. Federico Riganti

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,
Dott. Francesco Petrosino

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marini,
Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio
Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania
Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza
Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

SOMMARIO

EDITORIALI

A.A. Dolmetta, Inflazione e ius variandi bancario.....	1
C. Brescia Morra, L'Administrative Board of review: otto anni di esperienza nella revisione delle decisioni di vigilanza della BCE.....	5
A. Comana, Tempiduri anche per le banche centrali.....	10
P. Greco, Crisi, transizioni e ruolo delle banche.....	14

ARTICOLI

U. Minneci, Polizze abbinate a contratti di finanziamento e TAEG: oltre la risposta dell'ABF.....	17
F. Annunziata, M. Arrigoni, Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.....	29
M. Condemi, L'adeguata verifica a distanza tra Linee guida EBA, profili di governance, cybersecurity e di protezione dei dati.....	40
I. Pollastro, La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione.....	89
C. Milli, Brevi considerazioni sui requisiti degli esponenti aziendali degli enti assicurativi alla luce del Decreto MISE del 2 maggio 2022 n. 88.....	94
B. Pezzulli, La caduta dei Titani (bancari): storia idiosincratca o rischio sistemico?.....	106
F. Rampone, NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali.....	135
M. Condemi, Criteri e "Rating ESG" nel quadro del principio di sostenibilità e della correlata transizione energetica.....	169

NOTE

I. Baldo, Credito fondiario, credito edilizio e riserva soggettiva a favore delle banche: il caso dei mutui
INPS.....217

A. Dionisi, Il 'caso fortuito' ai sensi dell'art. 141 cod. ass.....228

(*) 1.- Nello scorso febbraio, la Banca d'Italia ha rilevato che «gli elevati livelli di inflazione raggiunti negli ultimi mesi stanno inducendo alcune banche ad aumentare il costo dei conti correnti dei clienti, proponendo loro modifiche unilaterali delle condizioni contrattuali».

Fermata questa constatazione di fatto, nel medesimo Comunicato l'Autorità ha – in termini di «iniziativa di sensibilizzazione» – manifestato l'«invito» a «tutte le banche a valutare con estrema attenzione simili modifiche contrattuali a sfavore dei clienti, considerato che l'aumento dei tassi di interesse ufficiali avviato lo scorso luglio dalla Banca Centrale Europea può aver effetti positivi sulla redditività complessiva dei rapporti tra le banche e i loro clienti»⁰¹.

2.- A me non pare che, almeno in linea di principio, una singola e generica circostanza – quale appunto è quella rappresentata dall'«inflazione» – possa essere considerata fattore in sé stesso idoneo a integrare gli estremi del «giustificato motivo» richiesto dall'art. 118 TUB. In realtà, una simile valutazione dipende dal complesso dei fattori presenti nel concreto della fattispecie tipo e in nessun modo può essere fatta in astratto. Nei fatti, la ragione addotta dall'intermediario a base della modifica delle condizioni contrattuali deve essere tale da giustificare oggettivamente – e sotto il profilo propriamente causale – quello specifico tipo di modifica: e non solo in sé stesso, ma pure in relazione alla misura in cui verrà praticata.

Sotto questo profilo, un generico richiamo all'«inflazione di questi ultimi mesi» (per esempio) a me pare non significhi propriamente nulla⁰².

3.- Al riguardo, peraltro, possono venire a contare anche aspetti diversi da quelli appena indicati, del nesso causale e della proporzione tra ragione della modifica e qualità/quantità della stessa. Mi riferisco, in particolare, al comportamento tenuto in precedenza dall'intermediario. La coerenza sostanziale

(*) L'art. 8, comma 4, del Codice deontologico dell'Organo decidente dell'ABF prescrive che, «nell'ambito di contributi scientifici o accademici in materie attinenti all'ufficio ricoperto, i componenti dei collegi chiariscono che le opinioni espresse hanno carattere personale e non rappresentano la posizione del Collegio». Per quanto possa occorrere, l'autore provvede al riguardo.

01 Cfr. Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria, «Modifiche unilaterali delle condizioni motivate dall'andamento dei tassi d'interesse e dell'inflazione», 15 febbraio 2023.

02 Non mancano, in realtà, decisioni ABF (cfr., ad esempio, Collegio Napoli, n. 11953/2022) che – nell'elencare gli «accadimenti che possono rappresentare un giustificato motivo» ex art. 1189 TUB – fanno, tra le altre cose, riferimento al fenomeno dell'«inflazione»: si tratta, peraltro, di un richiamo generico e del tutto astratto dalla concreta fattispecie tipo che viene sottoposta a riscontro.

di questo comportamento a me pare sia, in proposito, un aspetto molto importante, quando non in sé dirimente.

È noto, così, che, negli ultimi anni, molte banche hanno aumentato il peso delle condizioni economiche praticate ai clienti adducendo il fatto di un'eccezionale caduta dei tassi⁰³. Ora, rispetto a questo fatto bisognerebbe prima di ogni altra cosa chiedersi quale impatto concreto sul rendimento della singola impresa bancaria abbia effettivamente avuto la detta circostanza.

4.- Ma, a parte questo, qui interessa soprattutto svolgere la notazione che segue: sarebbe propriamente incongruo che oggi - a fronte del crescente aumento dei tassi che si sta verificando - queste stesse imprese venissero ad accrescere il peso delle condizioni economiche praticate sui clienti.

Un simile comportamento richiama propriamente il c.d. divieto del *venire contra factum proprium*. Lo stesso, soprattutto, non potrebbe non mostrare il carattere fittizio, se non del tutto posticcio, delle giustificazioni utilizzate dall'intermediario per coprire quella che, nella sostanza, altro non sarebbe, in concreto, che la decisione che si vuole svincolata da un qualunque tipo di controllo. E che, per contro, non solo non integra gli estremi richiesti dall'art. 118 TUB, ma può pure facilmente interessare anche l'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

5.- Per la verità - non sembra inopportuno mettere a questo punto in forte evidenza - l'atteggiamento delle banche rispetto alla normativa dell'art. 118 non è mai stato, in sede di operatività, di apertura o comunque di serena applicazione della relativa disciplina. Il problema è, prima di ogni altra cosa, di cultura tecnica.

In realtà, le banche italiane replicano ancor oggi una prassi in cui resta dominante l'idea espressa dalla (tradizionalissima) clausola degli interessi «uso piazza» (e sue diverse varianti, più o meno «camuffate» che siano), per cui l'intermediario è abilitato a cambiare, secondo il proprio libito, i tassi e le altre condizioni economiche ogni volta che vuole e senza neanche avvertire preventivamente il cliente. L'idea permane nonostante - si badi - la giurisprudenza ordinaria abbia da almeno 20 anni definitivamente decretato la nullità di questo genere di clausole: una pratica davvero dura a morire, viene proprio da dire.

⁰³ Riscontra il citato Comunicato: la «fase di normalizzazione della politica monetaria fa seguito a un lungo periodo di tassi di interesse straordinariamente bassi o negativi che avevano già spinto alcune banche ad azzerare la remunerazione dei depositi in conto corrente e ad aumentare gli oneri a carico dei clienti».

6.- Un altro aspetto che, in proposito (del fatto in sé dell'inflazione, non meno, per vero, che in generale), appare molto importante attiene ai contenuti che deve possedere la comunicazione che, secondo il testo dell'art. 118 TUB, la banca ha l'onere di inviare al cliente. Secondo gli orientamenti condivisi dell'ABF (che del tema si è occupato molto, mentre di solito il tema in questione mantiene, nel contesto dei contenziosi della giurisprudenza ordinaria, un ruolo sostanzialmente marginale), la comunicazione deve contenere una illustrazione della ragione del mutamento tale da mettere il cliente nelle condizioni di potere valutare la giustificatezza e congruità del cambiamento proposto. Sul punto vanno, mi pare, osservate essenzialmente due cose.

La prima, di per sé, appare affatto scontata: all'evidenza, tale necessaria specificità è la chiave di volta per potere effettivamente sindacare il merito della modifica proposta e, cioè, la reale, effettiva correttezza della medesima. E questo, però, tenendo ben presente che – secondo quanto puntualizzato dal citato Comunicato della Banca d'Italia e pure chiarito dalle decisioni del Collegio ABF⁰⁴ – il limite di modificabilità delle condizioni economiche è dato, in qualunque caso, «dalla necessità [in modo coerente espressa nella motivazione della comunicazione di modifica] di ripristinare l'equilibrio effettivo degli impegni originariamente assunti dall'intermediario e dal cliente»: il confine della legittimità della modifica restando segnato, dunque, dal ripristino del c.d. «equilibrio sinallagmatico» turbato da una (oggettiva) sopravvenienza.

L'altra, forse meno scontata nel suo risvolto effettuale, è che il linguaggio, che deve essere utilizzato nella comunicazione di proposta modifica, deve essere del tutto chiaro e comprensibile. Posto che quella della Banca è comunque una dichiarazione di natura contrattuale⁰⁵ si può ben ipotizzare, in effetti, che una comunicazione, che sia confusa o portatrice di più significati possibile – o comunque ambigua nell'espressione della motivazione posta a supporto della modifica –, risulti in sé stessa «inef-

⁰⁴ La Vigilanza in proposito richiama le precedenti Comunicazioni del 13 ottobre 2014 e dell'11 aprile 2017. Per le decisioni ABF cfr., in particolare, Collegio di Coordinamento n. 18898/2016.

⁰⁵ La circostanza che – rispetto al potere consegnato dall'art. 118 TUB all'intermediario predisponente – il cliente si trovi in uno stato di soggezione (non potendo né controproporre, né semplicemente respingere la modifica che gli viene proposta) non esclude, evidentemente, né il carattere negoziale della «proposta di modifica» effettuata dall'intermediario, né il significato negoziale del mancato esercizio del recesso da parte del cliente. Per il rilievo del carattere di «contratto modificativo delle condizioni di accesso» al servizio, e connotato da un peculiare meccanismo di consenso, della fattispecie prevista dall'art. 118 TUB v. il mio «Transazione di operazioni bancarie e normativa di trasparenza», in Riv. dir. banc., 2021, p. 566.

ficace», specie in ragione delle norme dell'art. 1370 c.c. e degli artt. 33 e 35 cod. consumo⁰⁶.

⁰⁶ La Comunicazione dell'11 aprile 2017 segnala che sono non trasparenti e corrette e impediscono al cliente di assumere scelte consapevoli», tra le altre, le «variazioni [che] fanno riferimento a più di una motivazione, senza illustrare chiaramente il legame esistente tra ciascuna di esse e gli interventi proposti». La Delibera del 28 marzo 2017 precisa, in proposito, che la soluzione della pluralità di motivazione è «comunque da circoscrivere a casi limitati in quanto incide sulla chiarezza della rappresentazione alla clientela».

1. L'Administrative Board of Review: un intricato puzzle

L'Administrative Board of Review (di seguito ABoR) è stato istituito dal regolamento che ha dato vita al Single Supervisory Mechanism (SSM)¹ per svolgere un riesame amministrativo interno delle decisioni della BCE in materia di vigilanza. Si tratta di un istituto giuridico che presenta caratteristiche innovative nel quadro normativo dell'Unione, nonostante alcune analogie con altri organi istituiti per il controllo delle decisioni assunte dalle autorità europee, come la Court of Appeal delle European Supervisory Authorities (ESA).

Dal settembre 2014, l'ABoR ha finalizzato più di 30 *opinion*, ma è ancora difficile ricondurre a categorie giuridiche consolidate questo organismo. L'ABoR è un rompicapo insidioso perché, pur essendo composto da persone indipendenti e soggetto a regole di funzionamento tipiche di quelle di un organo giudiziario, svolge una attività di natura amministrativa. A causa della confidenzialità che sovrastende al procedimento davanti all'ABoR, fino ad oggi, la BCE ha pubblicato informazioni molto scarse sulle sue *opinion*, di norma nell'*Annual report* dell'attività di vigilanza. In alcuni casi, parte delle *opinion* sono divenute pubbliche a seguito dell'impugnazione della decisione della BCE, post ABoR, davanti alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. Quest'ultima cita sempre l'esistenza di un procedimento davanti all'ABoR, laddove si sia svolto e, in qualche caso, riporta anche pezzi dell'*opinion* per argomentare la decisione finale.

Dopo otto anni di attività, a dicembre 2022, sul sito della BCE² è stato pubblicato un documento che riassume le regole di procedura e i principi di diritto affermati. Non si può parlare di una "giurisprudenza" in senso proprio, ma della divulgazione di prassi interpretative di quest'organismo.

Due premesse prima di un breve commento a questo documento. Chi scrive è stata in questi otto anni prima vice-presidente e poi presidente dell'ABoR, ma le opinioni che seguono sono espresse a titolo personale. Si è scelto di usare le denominazioni di organi, autorità e di alcuni istituti giuridici tipici in inglese e non nella loro traduzione italiana, perché la lingua "di lavoro" nell'SSM è l'inglese e la traduzione può, in qualche caso, non rendere fedelmente i concetti rispetto a come essi sono utilizzati nell'esercizio dell'attività amministrativa.

1 Regolamento (UE) 1024/2013 che attribuisce alla BCE compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale sulle banche.

2 Commissione amministrativa del riesame: otto anni di esperienza nel riesame delle decisioni di vigilanza della BCE (europa.eu).

2. L'ABoR è un organo amministrativo e non un organo giudiziario o quasi-giudiziario, anche se le regole operative ricalcano quelle dei procedimenti giudiziari.

Nei primi paragrafi il documento illustra il procedimento davanti all'ABoR alla luce delle norme giuridiche come interpretate dallo stesso organismo nei primi anni di lavoro.

Contro le decisioni della BCE in materia di vigilanza un soggetto, di norma una banca, può ricorrere in Corte di Giustizia oppure chiedere all'ABoR la revisione amministrativa. L'ABoR ha due mesi di tempo per esaminare il ricorso, elaborare una *opinion*, non vincolante per la BCE e rimettere la questione agli organi decisionali della BCE. Gli organi decisionali della BCE "tengono conto" del parere dell'ABoR e assumono una nuova decisione. Il parere deve proporre se la decisione iniziale debba essere abrogata, sostituita con una decisione di identico contenuto o sostituita con una decisione modificata. In quest'ultimo caso, il parere dovrebbe contenere proposte per le modifiche necessarie. La decisione iniziale è abrogata ed è quindi sostituita o da una decisione identica o da una decisione modificata che può essere impugnata davanti alla Corte di giustizia. Nessun ricorso può essere proposto dinanzi alla Corte di giustizia contro il parere dell'ABoR. L'ABoR, come confermato dalla stessa Corte di Giustizia³, fa parte del processo decisionale dell'SSM.

L'ABoR è composto da 5 esperti "indipendenti" in materia di vigilanza bancaria che devono agire "nell'interesse pubblico". Le regole di funzionamento dell'ABoR sono stabilite dal Regolamento SSM, come attuato dalla decisione della BCE del 14 aprile 2014 (BCE/2014/16). Il procedimento si articola nettamente in due parti: la fase istruttoria, che prevede la possibilità di tenere un'udienza orale, e la fase deliberativa.

La formalizzazione del procedimento in fasi distinte e la fissazione di regole procedurali rigorose garantisce il rispetto del diritto al "giusto processo" e l'effettuazione di una valutazione veramente indipendente da parte dell'ABoR.

I primi due punti dell'istruttoria sono l'ammissibilità del ricorso e la necessità della sospensione. Il Collegio deve innanzitutto pronunciarsi sull'ammissibilità della domanda, prima di esaminarne la fondatezza giuridica. La richiesta deve essere presentata da una persona fisica o giuridica destinataria di una decisione della BCE o per la quale tale decisione la riguardi direttamente e individualmente, al pari di

³ Case T-122/15, *Landeskreditbank Baden-Württemberg Förderbank v European Central Bank*, EU:T: 2017:337. Caso C-450/17 P, *Landeskreditbank Baden-Württemberg Förderbank v ECB*, ECLI:EU:C:2019:372, para. 85-96.

quanto previsto dal Trattato per l'impugnazione davanti la Corte di giustizia⁴.

La valutazione dell'ABoR si limita all'esame dei motivi dedotti dal ricorrente come esposti nella richiesta di riesame. Al contrario, la BCE, nel prendere la nuova decisione *post* ABoR, può tenere conto di altri elementi (articolo 17 della decisione BCE/2014/16). Inoltre, l'ABoR deve valutare la legittimità della decisione al momento in cui è stata assunta, ossia non può considerare fatti accaduti successivamente alla sua emanazione. Il documento appena pubblicato rivela che l'ABoR, nonostante riconosca questo vincolo procedurale formale, nella sua prassi ha comunque considerato "fatti nuovi sopravvenuti" in particolare quelli che hanno cambiato in maniera significativa la situazione materiale del ricorrente proponendo alla BCE di tenerne conto nella sua decisione finale. Quest'approccio è stato adottato evidentemente in una logica di "autotutela della amministrazione".

Una fase molto importante della fase istruttoria è l'udienza orale a cui partecipa il ricorrente, eventualmente assistito dai suoi legali e la BCE, assistita dalla sua consulenza legale. L'audizione è utile per dare al ricorrente la possibilità di essere sentito dall'ABoR e per consentire alla BCE di meglio illustrare le motivazioni sottese alla decisione impugnata.

La seconda fase del riesame è la fase deliberativa, che inizia subito dopo l'udienza e si conclude con l'adozione di un parere da parte dei membri dell'ABoR.

3. Oggetto e limiti della revisione amministrativa

L'ABoR effettua un riesame relativo alla "conformità procedurale e sostanziale con il presente regolamento" della decisione adottata dalla BCE in materia di vigilanza prudenziale (art. 24 (1) Reg. SSM).

Con riguardo agli aspetti procedurali, il documento in commento mostra che negli anni l'attenzione dell'ABoR si è concentrata su: il diritto del destinatario della decisione di essere sentito; il diritto alla difesa nel corso del procedimento; il dovere della BCE di motivare adeguatamente la sua decisione (cfr. art. 21 Reg. SSM sul "giusto processo per l'adozione di decisioni di vigilanza"). Il richiamo all'obbligo di motivazione nelle *opinion* dell'ABoR non è un richiamo di rito. Come sottolineato nel documento in commento, infatti, l'ABoR ha specificato la necessità di fornire motivazioni tanto più ampie quanto più incisiva è la decisione adottata e che le motivazioni non si devono limitare a invocare le norme vigenti, bensì devono spiegare la necessità di adottare una decisione dal punto di vista prudenziale.

⁴ Articolo 24(5) del Regolamento SSM e articolo 7 della Decisione della BCE.

Il riferimento alla "conformità sostanziale" implica che il sindacato dell'ABoR non si debba limitare alla verifica della sussistenza di una violazione di aspetti procedurali, ma il *considerando* 64 del Reg. SSM precisa che, quando la decisione presa dalla BCE comporta un margine di discrezionalità, l'ABoR deve rispettare "il margine di discrezionalità lasciato alla BCE per decidere sull'opportunità di prendere tali decisioni". Nell'interpretare questo considerando l'ABoR ha scelto di ispirarsi al principio del "*limited standard of review*" affermato da consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia⁵. In particolare, quando la decisione adottata dalla BCE comporta un margine di discrezionalità (ad esempio quando viene fissato un certo livello di requisiti patrimoniali per una banca), l'ABoR ha precisato il controllo si limita a verificare se: la decisione impugnata è conforme al quadro normativo; sono stati rispettati i requisiti procedurali; la motivazione è sufficiente; i fatti sono stati correttamente esposti; vi è stato errore manifesto di valutazione; vi è stato un abuso di potere o un evidente superamento dei limiti del potere discrezionale; la decisione impugnata non è manifestamente sproporzionata.

Questo elenco include molti aspetti non procedurali che sono utili per l'ABoR per delineare una "valutazione sostanziale" delle decisioni della BCE. L'ABoR infatti valuta la corretta applicazione di tutte le condizioni che dovrebbero sussistere per l'esercizio del potere⁶.

Inoltre, il ruolo dell'ABoR nel verificare il rispetto da parte della BCE dei principi generali del diritto dell'UE, quali quelli di parità di trattamento, non discriminazione, obbligo di motivazione di una decisione e proporzionalità, in questi anni è stato intenso come mostra il documento in commento. Si tratta di principi espressamente richiamati nel Regolamento SSM (considerando nn. 30, 58, 59, 81, 86; articoli 1(1) e 22(2)); la verifica del loro rispetto risponde all'esigenza di evitare che la BCE dia esecuzione ad atti annullabili in un giudizio davanti alla Corte.

Il riesame "orientato ai principi", inteso a valutare la conformità delle decisioni ai principi di "proporzionalità", di "parità di trattamento", di "legittimo affidamento", di "certezza del diritto" e di "buona amministrazione", comporta, in una certa misura, il controllo di merito della decisione, senza interferire con il legittimo potere discrezionale conferito all'autorità amministrativa. È proprio su questi aspetti che appaiono interessanti le pronunce dell'ABoR. Dal documento emerge che ampio spazio è stato dato alla verifica del principio di proporzionalità, richiamato anche dalla Corte di giustizia più volte nella va-

⁵ Si vedano per tutti C-12/03 P, *Commission v Tetra Laval*, EU:C:2005:87, para. 39; T-201/04, *Microsoft corp. v Commission*, EU:T:2007:289, paras. 87-89.

⁶ Si veda il caso T733/16, *La Banque postale v European Central Bank*, paras 77-97.

lutazione della legittimità dell'operato della BCE.⁷ Nelle *opinion* dell'ABoR il rispetto del principio di proporzionalità significa che la motivazione del provvedimento deve chiaramente valutare e giustificare l'impatto della decisione sulla posizione del ricorrente. Il principio di proporzionalità è stato considerato dall'ABoR anche in relazione alle scadenze indicate per l'osservanza di un ordine o di una richiesta della BCE.

4. Conclusioni

Il documento in commento mostra che l'ABoR, nonostante i limiti al suo operato - frutto della natura di organo bifronte stabilita dalle norme, organo amministrativo interno che opera con i limiti dell'autorità giudiziaria - offre una opportunità, che si aggiunge a quella davanti all'autorità giudiziaria, per far valere i diritti individuali di soggetti lesi da decisioni amministrative della BCE. D'altro canto, dal documento emerge in maniera evidente che il controllo dell'ABoR tutela anche l'interesse della pubblica amministrazione ad operare nel pieno rispetto della legge, non dando esecuzione ad atti annullabili in sede giudiziale.

In conclusione, l'ABoR è un tassello del quadro generale tracciato dal legislatore europeo per garantire l'*accountability* di un'istituzione, la BCE, alla quale, con la Banking Union, sono stati conferiti poteri molto penetranti sull'operato di imprese e cittadini.

⁷ Si veda per tutti Caso C-62/14, *Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag*, parr. 164-170.

I tempi sono duri anche per le banche centrali: è diventato difficile fare utili perfino per loro che la moneta la stampano (in senso figurato, ormai). L'aumento dei tassi di interesse, che genera benefici per gli altri intermediari finanziari, sta causando più di un problema agli istituti di emissione che pure quei tassi li fissano, o almeno li guidano. Uno studio di Pictet¹ riferisce che la Banque Nationale de Belgique, ha annunciato 9 miliardi di perdite per i prossimi 5 anni; la Reserve Bank of Australia ha dichiarato 25 miliardi di dollari di perdite e oggi ha un capitale netto negativo per 12 miliardi. Perfino la Banca centrale svizzera ha subito 125 miliardi di dollari di perdite sulle riserve valutarie. Se una banca commerciale perde il suo capitale o se anche solo scende al di sotto dei limiti imposti dalla vigilanza, scattano i ben noti meccanismi di bail-in o di bail-out, secondo i casi. È un problema se le banche centrali operano con capitale netto negativo?

Ma incominciamo spiegando come siamo arrivati qui. Tutti sappiamo che negli anni recenti, con vario ritmo dal 2008 alla fine del 2021, le banche centrali di tutto il mondo hanno inondato di liquidità i propri sistemi economici di riferimento, portando i tassi di interesse a zero e poi in territorio negativo. Poiché anche loro sono soggette alle regole del pareggio di bilancio codificate nel XV Secolo da Fra' Luca Pacioli, inventore della partita doppia, per emettere passività con funzione monetaria le banche centrali devono acquistare attività finanziarie. Ironia della sorte, per effetto delle loro stesse politiche monetarie espansive, i titoli a reddito fisso sul mercato avevano prezzi altissimi e rendimenti bassissimi, nulli o negativi. La Bce si è riempita di Bund tedeschi a lungo termine senza rendimento o addirittura che comportano un costo per il detentore. I Btp decennali acquistati nell'ambito del PEPP, il programma di *quantitative easing* deciso per contrastare gli effetti della pandemia, rendevano in media lo 0,97%. Tutto andava bene finché il tasso di riferimento sui depositi delle banche era anch'esso negativo: la banca centrale riceveva un compenso a fronte della liquidità versata dalle banche ordinarie e la impiegava, pagando uno sconto, in titoli di stato dei governi dell'area euro. Poi nella riunione del Consiglio Direttivo di luglio 2022 la Bce ha iniziato la politica di aumento dei tassi ufficiali portando gradualmente il tasso riconosciuto ai depositi delle banche all'attuale 2%. A quel punto il meccanismo si è rotto perché il rendimento del portafoglio titoli non è aumentato e il margine di interesse è andato in rosso. E lo resterà molto a lungo. Lo stesso è accaduto a tante banche centrali in giro per il mondo, visto che le politiche monetarie sono state ampiamente allineate fra di loro.

Ma questo è un problema o solo un fatto contabile senza conseguenze pratiche? Fra i teorici circola

¹ Ducrozet F., Costerg T., Gharbi N., "Do central banks' losses matter?", <https://www.pictet.com/it/it/insights/do-central-banks-losses-matter->, December 2022

l'idea che una banca centrale possa tranquillamente operare anche senza capitale. Almeno temporaneamente. Già, ma quanto temporaneamente? Se guardiamo il tema del punto di vista della politica monetaria in effetti non si vedono conseguenze: la banca centrale può continuare a gestire la quantità di moneta nel sistema aggiustando la dimensione del suo bilancio (aumentando o diminuendo la moneta in circolazione e modificando parallelamente la quantità dei suoi attivi). Non si dimentichi però che per comprimere la dimensione del suo bilancio la banca centrale deve vendere dei titoli che si sono deprezzati e quindi rischia di consolidare perdite che, laddove li tenesse in portafoglio, sarebbero rimaste allo stato potenziale.

Sulla stabilità della moneta ci sono conseguenze? Anche qui la risposta è negativa, almeno temporaneamente. La moneta legale circola in regime forzoso, non rappresentativo né fiduciario e infatti non è possibile presentarsi agli sportelli della banca centrale per chiedere la conversione dei biglietti. Al di là di questo, la moneta è accettata e utilizzata negli scambi più su base convenzionale che in vista della concreta possibilità di conversione in altre attività. In virtù di questo divieto di escussione della banca centrale, l'eventuale incapacità di conversione integrale della moneta – perché questo è il concreto effetto del capitale netto negativo – è irrilevante. Nessuno potrà mai chiedere l'insolvenza della banca centrale: non i cittadini che usano la moneta, tantomeno lo stato in cui quella banca centrale è incorporata. Anzi: l'accettazione su base convenzionale della moneta è rafforzata dalla garanzia implicita dello stato che, alla bisogna, potrebbe intervenire a ricapitalizzare la banca centrale. Dunque, tutti tranquilli, almeno temporaneamente. Ma nel lungo periodo qualche rischio c'è².

Pensiamo alla banca centrale di un paese periferico, con economia fragile e conti con l'estero in disavanzo. Se gli operatori interni possono rimanere indifferenti alla capitalizzazione della banca centrale, diverso è per gli operatori stranieri, i quali diffideranno sempre di più della tenuta di quella divisa e, progressivamente, la abbandoneranno. Questo si traduce in una svalutazione progressiva che, come noto, determina poi un effetto inflazionistico all'interno e può innescare il ripudio della moneta anche all'interno del Paese. Questo non avviene per decreto ma per diffusione dei comportamenti concreti, come il ricorso ad altri mezzi di pagamento, tipicamente altre valute ritenute "forti" come il dollaro, anche per le transazioni interne: quello che si chiama dollarizzazione dell'economia. Abbiamo già assistito a fenomeni di questo tipo in passato in giro per il mondo, specialmente in Sud America. Gi stati reagiscono di solito imponendo divieti alla conversione della valuta locali in dollari o nelle altre valute ma ogni

² Si veda l'interessante e articolata analisi di Bolt W., Frost J., Shin H. S., Wierds P., "The Bank of Amsterdam and the limits of fiat money", BIS Working Papers, <https://www.bis.org/publ/work1065.htm>, 2023.

barriera che si innalza non fa altro che deprimere la reputazione, e quindi il valore, della valuta locale e così acuisce il fenomeno. A quel punto la vecchia divisa viene annullata e sostituita con una nuova, con valore inferiore, così che riducendo il totale del passivo a parità di attivo, si crei di nuovo capitale netto positivo. Il tutto con in mezzo iperinflazione, disoccupazione alle stelle, distruzione dei risparmi delle famiglie e del capitale delle imprese, disordini sociali eccetera. Non esattamente una passeggiata di salute. Nel terzo millennio il rifiuto della moneta legale potrebbe avvenire anche perché gli operatori si rivolgono a cripto-asset come strumento di regolamento degli scambi ma, data l'attuale fase infelice che stanno conoscendo le valute alternative, la cosa appare poco probabile.

La variabile chiave per garantire la tenuta della moneta nazionale anche con l'azzeramento del capitale della banca centrale è dunque la presenza di uno stato che possa credibilmente effettuare interventi di ricapitalizzazione. Questo lascia intravedere una mutua fra debito governativo e banca centrale. Quando il collocamento dei titoli del debito pubblico conosce qualche difficoltà, la banca centrale lo puntella con una politica monetaria accomodante o con acquisti diretti. Essa avverte i mercati che è pronta a creare tutta la liquidità che serve per consentire il buon esito delle emissioni: *"whatever it takes"*. Quando la banca centrale appare debole, è lo stato a offrire un implicito *back up* lasciando immaginare la possibilità di ricapitalizzazioni. O, ancora, lo stato potrebbe riacquistare i titoli a basso rendimento detenuti dalla banca centrale e sostituirli con altri con tassi più alti. Si tratta comunque di una forma di sussidio atta a ripristinare il valore positivo del capitale netto. Come abbiamo visto, se però lo stato in cui è incorporata la banca centrale è fragile, allora il rischio di ripudio della divisa è concreto.

Venendo alla Bce, dobbiamo domandarci come funziona il meccanismo di sussidio reciproco nel caso, unico al mondo³, di una banca centrale che serve 20 stati sovrani diversi. I meccanismi di decisione collettivi sono notoriamente molto complessi e i tempi non brevi. Non dimentichiamo che non sarebbe una decisione assunta dall'Unione europea ma appunto solo dai 20 governi che hanno adottato l'euro. Gli acquisti di titoli nell'ambito dei ripetuti programmi di *quantitative easing* sono avvenuti su base proporzionale rispetto alla dimensione dei paesi aderenti e quindi anche un intervento di questo tipo non potrebbe che essere proporzionale. Ciò richiederebbe il consenso di tutti gli attori coinvolti sui tempi, le modalità e l'entità dell'intervento. È importante ricordare che la BCE è un sistema di banche centrali e quindi l'intervento dovrebbe passare attraverso la ricapitalizzazione delle singole banche centrali

³ L'unicità dell'euro come moneta di più Paesi sovrani potrebbe venir meno perché in questi giorni è stata annunciata l'approvazione di un protocollo di intesa fra Argentina e Brasile per la creazione del Sur come divisa comune ai due stati sudamericani.

nazionali che a loro volta conferirebbero le risorse alla Bce. Le probabilità di un consenso unanime in tempi rapidi su un piano di questo tipo sono davvero esigue. Come, a onor del vero, al momento è remota la probabilità che vi si debba ricorrere.

C'è un ultimo punto: il rischio del corto circuito fra il sostegno della banca centrale al debito pubblico del paese di riferimento e il sostegno del governo alla banca centrale in termini di ricapitalizzazione. L'uno fa da puntello all'altro e viceversa. Ma cosa accade ai paesi ad alto debito, la cui sostenibilità riposa sulla garanzia, tacita ma creduta, di supporto della banca centrale? Se la credibilità della banca centrale, scossa dal suo capitale netto negativo, non può appoggiarsi su uno stato fiscalmente forte perché già troppo indebitato, i due pilastri non riescono a sostenersi a vicenda: due zoppi non fanno uno che cammina bene.

Il tema è per ora più teorico che concreto ma è interessante affrontarlo in chiave accademica. Così da predisporre uno schema teorico di approccio da applicare in caso di bisogno. Meglio essere pronti, chissà mai.

La storia economica e sociale ci insegna che le crisi e le transizioni sono fenomeni ricorrenti. Emergenze inattese, innovazioni tecnologiche e culturali hanno spesso sconvolto gli equilibri preesistenti, richiedendo anche alle imprese di affrontare sfide inedite e di sviluppare nuove tecniche di gestione del cambiamento. In questo contesto, la capacità di adattamento e di innovazione è stata, e continua ad essere, una delle chiavi del successo. Una società resiliente si dimostra in grado di trasformare le sfide in opportunità, di sviluppare nuove strategie e di cogliere le occasioni proposte dai cambiamenti.

Se gli insegnamenti della storia sono utili alla lettura dei problemi del presente, non può tuttavia ignorarsi che il contesto attuale presenta una maggiore complessità, con diversi fattori di discontinuità che vengono a convergere: alle crisi climatiche e geopolitiche si sovrappone un'evoluzione di paradigma tecnologico basato su tecnologie "disruptive" (DLT e intelligenza artificiale in primis), che si apprestano a essere integrate nei processi produttivi e nelle dinamiche sociali. In questo contesto, si avverte un ritardo di adeguamento da parte delle istituzioni politiche, sia a livello nazionale che internazionale.

Sensibilità per la tutela ambientale, nuove tecnologie, mercati finanziari e gli stessi principali fattori di traino dell'economia sono elementi che si collocano oggi in una più ampia dimensione globalizzata, aprendo nuovi scenari di potenziale conflitto, tanto a livello nazionale quanto sul piano delle relazioni tra Stati. Questi cambiamenti possono giungere a scuotere il tessuto economico e sociale di tutti i Paesi, compromettendo l'approvvigionamento delle riserve energetiche, alterando l'allocazione dei fattori produttivi e favorendo la disuguaglianza nella distribuzione delle risorse.

In uno scenario instabile e complesso quale quello presente, riacquistano un ruolo centrale, in un'ottica di sviluppo virtuoso del mercato, i valori di prossimità e "territorialità", in quanto suscettibili di mitigare i rischi del cambiamento e di stabilizzare le relazioni sociali ed economiche. L'attività bancaria continua a svolgere un ruolo essenziale per la collettività, assicurando alle imprese il capitale necessario per l'esercizio delle rispettive attività e, quindi, favorendo lo sviluppo dell'economia. In un contesto di transizione, il ruolo istituzionale proprio degli intermediari bancari viene a comprendere il dovere di identificare tempestivamente le nuove opportunità e di realizzare i rinnovati bisogni della società.

Lo sviluppo di prospettive orientate al lungo periodo nei rapporti con la clientela rende necessaria una riorganizzazione dell'operatività delle banche, sia a livello culturale sia in termini di ordinamento d'impresa. A questo proposito, una corretta attività di valutazione del merito creditizio deve dispiegarsi secondo logiche in grado di valorizzare in un'ottica dinamica la capacità di affrontare le trasformazioni richieste e di sostenere i rilevanti investimenti, in tecnologia, capitale umano, innovazioni organizzati-

ve, necessari per affrontare le nuove sfide.

Per raggiungere un obiettivo di questa portata occorre uno sforzo quanto più possibile coordinato e sistematico, capace di integrare il ruolo istituzionale proprio delle banche in un contesto di sviluppo adeguato e mirato del mercato dei capitali. Le trasformazioni in corso sollecitano l'offerta di adeguati e diversificati strumenti di finanziamento e servizi di consulenza personalizzati, nel più ampio quadro di un mercato finanziario integrato, diversificato ed efficiente. Solo grazie a una transizione di questi tipo sarà possibile raggiungere le economie di scala necessarie per garantire dei costi competitivi ai servizi, un'adeguata liquidità per le attività e un costo del capitale sostenibile.

Rispetto a questi profili, il sistema bancario italiano sconta una condizione di ritardo strutturale, ma ciò non significa che la situazione sia irreversibile. La reazione alla crisi del 2008-2011, seppur attraverso un percorso di ristrutturazione doloroso e complesso, ha gettato fondamenta adeguate a sostenere un processo di sviluppo solido. Grazie a queste basi, il sistema bancario ha potuto affrontare con successo le conseguenze della pandemia, svolgendo un ruolo strategico nell'attività di sostegno alla domanda di credito danneggiata dalla fase di forzato lockdown e amplificando l'effetto delle politiche pubbliche sull'economia.

Al fine di potenziare la competitività dell'Italia, è necessario rivedere il quadro normativo e regolamentare vigente, eliminando quei vincoli e restrizioni che ci pongono in una posizione di svantaggio rispetto ai sistemi europei e internazionali più dinamici. In particolare, la carenza di competitività rappresenta un ostacolo per le grandi imprese italiane con forte potenziale di crescita, che spesso decidono di spostare la sede sociale o di quotazione all'estero, impoverendo il mercato e il tessuto economico-sociale del nostro paese. È fondamentale intervenire in modo tempestivo per prevenire questa emorragia di risorse e creare un ambiente favorevole alla crescita delle imprese e alla prosperità del nostro Paese.

Nella prospettiva di un concreto sviluppo del sistema bancario italiano, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza rappresenta una significativa opportunità da cogliere, non solo per l'ingente quantità di risorse disponibili, ma soprattutto perché si tratta di un'occasione per far progredire sul piano culturale le modalità operative delle banche, la cui attività d'impresa deve muovere oltre i limiti canonici della mera erogazione creditizia. In effetti, le banche hanno a disposizione un bagaglio di possibilità, strumenti e competenze suscettibili di sfruttamento per svolgere un ruolo di raccordo tra la Pubblica Amministrazione e le imprese (in specie quelle meno strutturate sul piano dimensionale e organizzativo). A fronte di una scarsa efficienza dei processi decisionali pubblici è auspicabile lo svolgimento,

da parte delle banche, di un'attività di supporto e consulenza alle imprese finalizzata a consentire una partecipazione attiva agli investimenti previsti dal PNRR.

Il miglioramento della qualità del sistema bancario e la creazione di una cultura finanziaria attrezzata rispetto alle sfide del presente costituiscono obiettivi di interesse collettivo. Obiettivi il cui raggiungimento non può che muovere dalla Scuola e dall'Università, luoghi in cui si gettano le basi per lo sviluppo di competenze specialistiche. La cultura finanziaria non può essere circoscritta alla conoscenza di strumenti tecnici e normative specialistiche, richiedendo, diversamente, una comprensione delle interazioni tra i fenomeni finanziari e il contesto economico e sociale la sostenibilità delle attività, i rischi geo-politici e le trasformazioni tecnologiche in continua evoluzione.

[*] SOMMARIO: 1.- Il problema. 2.- La non decisività della qualificazione negoziale della polizza come «facoltativa». 3.- L'orientamento dell'Arbitro Bancario Finanziario. 4.- Sulla pretesa identità tra polizza obbligatoria e polizza geneticamente e funzionalmente collegata. 5.- I c.d. indici presuntivi di facoltatività: perplessità di merito. 6.- (Segue) Perplessità di metodo.

1. Il problema

Osservando l'operatività bancaria, è agevole constatare come alla erogazione di mutui e/o finanziamenti si accompagni spesso la sottoscrizione da parte del cliente di una o più polizze assicurative⁰¹.

Talvolta ciò avviene perché così vuole la legge: è ad esempio il caso del (tipo di) finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio (o della pensione), rispetto al quale l'art. 54 d.P.R. n. 180/1950 richiede, quale requisito per il perfezionamento del relativo contratto, anche l'attivazione da parte del soggetto finanziato di una copertura assicurativa contro il rischio di morte e (eventualmente) di perdita del posto di lavoro.

In altre situazioni, è lo stesso cliente a trarre dalla concessione del prestito l'occasione per richiedere una polizza, approfittando del fatto che la banca erogante sia autorizzata a distribuire anche prodotti assicurativi.

E' vero però che, molto più di frequente, l'impulso alla contestuale stipulazione di un contratto assicurativo promana proprio dal soggetto finanziatore. In tale eventualità - suscettibile di innestarsi, a seconda dei casi, nel quadro di una offerta commerciale separata o "a pacchetto" -, la sottoscrizione *anche* della polizza potrà atteggiarsi come una variabile del tutto autonoma e indipendente rispetto alla concessione del finanziamento, oppure costituire un elemento condizionante il prestito sotto il profilo dell'*an* o del *quomodo*. In quest'ultima ipotesi, ricorrono gli estremi della offerta di un prodotto assicurativo abbinato a un contratto di finanziamento.

Ora, è noto che la distribuzione incrociata di prodotti bancari e assicurativi ha suscitato nel recente

* Il contributo è destinato al *Liber Amicorum* per Aldo Angelo Dolmetta

⁰¹ Il tema è affrontato diffusamente nel volume collettaneo *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti* a cura di P. MARANO e M. SIRI, Milano, 2016. In argomento v. altresì D. GALLETTI, *La cross selling di prodotti bancari ed assicurativi dopo le recenti riforme dei mercati finanziari*, in *Banca impr. Soc.*, 2007, 365 ss.

passato non poche perplessità, in ragione della attitudine della stessa a dare origine a condotte opportunistiche, in grado di integrare pratiche commerciali scorrette⁰², specie allorchè una cospicua parte del costo della polizza sia «retrocessa all'intermediario che, giovandosi del duplice ruolo di mutuante ed intermediario, carica i mutuatari-consumatori di costi che non riflettono quelli altrimenti determinati da una corretta dinamica concorrenziale»⁰³.

Preme però rilevare che, al di là di tale aspetto, una strategia commerciale di *cross-selling*

si presta ad assumere rilievo anche sotto il profilo della corretta determinazione del c.d. TAEG: ovvero di quell'indicatore sintetico del costo totale del credito da inserire nel corpo del contratto allorchè si tratti di credito al consumo (art. 125-bis t.u.b.) ovvero nel Prospetto informativo europeo standardizzato (art. 120-novies t.u.b.) nel caso di credito immobiliare ai consumatori.

Vero è infatti che, nel prevedere che nel «costo totale del credito» siano inclusi «anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, compresi i premi assicurativi, se la conclusione di un contratto avente ad oggetto tali servizi è un requisito per ottenere il credito o per ottenerlo alle condizioni offerte», gli artt. 120-quinquies, comma 2 e 121, comma 2 t.u.b. impongono di verificare se il prezzo della copertura attivata dal consumatore al momento della sottoscrizione del finanziamento sia o meno da comprendere nella base di calcolo del TAEG⁰⁴.

A ciò dovendosi aggiungere che, quanto meno nell'ipotesi di credito al consumo, il mancato conteggio del prezzo di una polizza da considerare (non facoltativa, ma) obbligatoria (in quanto incidente sull'an o

02 A tale riguardo, la stessa Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato è intervenuta più volte riconoscendo e sanzionando la scorrettezza (per ingannevolezza e/o aggressività) del comportamento di alcuni operatori bancari nella fase di collocamento di prodotti bancari con polizze abbinate: cfr. i provvedimenti nn. 27606 e 27607 del 10 marzo 2019, nonché nn. 28156, 28157, 28158 28159 del 2020. Nel provvedimento 28158, l'AGCM ha ad esempio rilevato che «gli elementi descritti evidenziano politiche di collocamento aggressive, fondate sullo sfruttamento della posizione di potere della Banca, tramite le quali [la stessa] esercita, in ultima istanza, una forte pressione sui consumatori, tale da limitarne notevolmente la capacità di prendere consapevoli decisioni commerciali, inducendoli ad acquistare polizze in abbinamento a mutui/surroghe in assenza di un processo decisionale libero».

03 La frase è di M. SIRI, *La protezione dell'assicurato mutuatario nel codice del consumo*, in *Le assicurazioni abbinate ai finanziamenti* (nt. 1), 53. Sempre della medesima opera collettanea vd. altresì l'approfondimento di G.G. PERUZZO, *L'art. 28 D. Liberalizzazioni e l'abbinamento delle polizze ai mutui*, 149 ss.

04 Per la verità, un problema di inclusione o meno del prezzo della polizza abbinata si pone anche nell'ambito della disciplina dell'usura con riguardo alla determinazione del TEG: ma, almeno secondo la giurisprudenza consolidata dell'Arbitro Bancario Finanziario, pur trattandosi di materia diversa, non viene richiesta per la soluzione una impostazione diversa da quella elaborata con riferimento al TAEG.

sul *quomodo* del prestito), nel determinare l'erroneità del TAEG indicato nel contratto, si rivela idonea ad innescare la struttura rimediabile delineata dall'art. 125-bis, comma 7 t.u.b. che prevede – con effetti all'un tempo caducatori e sostitutivi – l'addebitabilità del solo tasso BOT in luogo delle condizioni economiche originariamente fissate.

2. La non decisività della qualificazione negoziale della polizza come «facoltativa»

E' da notare come non di rado sia la stessa modulistica (pre)contrattuale a presentare nei termini di «obbligatoria» o «facoltativa» la polizza attivata in uno con la sottoscrizione del finanziamento.

Ora, appare evidente che, nell'ambito di una contrattazione che si avvale di moduli e formulari predisposti unilateralmente dalla banca (artt. 1341-1342 c.c.), l'indicazione negoziale del carattere obbligatorio della copertura non può che segnalare in via univoca l'intento del soggetto finanziatore di subordinare la concessione del prestito alla stipulazione del contratto assicurativo contestualmente proposto.

Per contro, non sembra possibile attribuire all'opposta qualificazione un valore altrettanto dirimente. Vi osta anzitutto la constatazione per la quale la formulazione degli artt. 120-quinquies, comma 2 e 121, comma 2 t.u.b. richiede di accertare la ricorrenza di un elemento – l'eventuale nesso di condizionamento tra la polizza e l'erogazione del finanziamento – apprezzabile sul piano non delle qualificazioni formali, ma della concreta realtà di fatto. Vi osta inoltre – e per la verità ancor di più – il carattere imperativo che deve riconoscersi alla disciplina in materia di TAEG (e alla correlativa formula di calcolo) in ragione vuoi della previsione del rimedio della nullità (con effetti caducatori-sostitutivi) sancito dall'art. 125-bis, comma 7 t.u.b. nell'ipotesi di indicazione scorretta del relativo dato, vuoi della natura degli interessi in gioco. A quest'ultimo proposito, è infatti da rilevare che la segnalazione di un TAEG fedele si rivela funzionale, oltre che all'interesse individuale del cliente a ricevere una informazione esatta, anche a quello più generale relativo alla tutela della concorrenza⁰⁵: essendo evidente che, tenuto conto della natura seriale dei prodotti esame, l'eventuale indicazione di un valore erroneo non potrà che ripercuotersi sull'intera offerta dei finanziamenti dello stesso tipo e quindi assumere una rilevanza (non episodica,

⁰⁵ Da quest'angolo visuale la disciplina in tema di TAEG rientra pienamente nel c.d. diritto privato regolatorio, ovvero – richiamandosi alla definizione di A. ZOPPINI, *Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio*, in *Ars Interpretandi*, 2021, 39 – in quella parte della normativa, che fuori dal codice civile e di origine comunitaria, corregge l'autonomia privata, rendendola funzionale agli obiettivi della tutela dell'integrità del mercato e che si esplica nei settori regolamentati.

ma) sistemica, così alterando il fisiologico svolgimento della «gara competitiva»⁰⁶.

D'altro canto, affermare che (al pari di una etichetta in grado di coprire il dato reale) la qualificazione negoziale della polizza in termini di facoltatività sarebbe comunque destinata a prevalere, avendo pur sempre formato oggetto di adesione da parte del soggetto che ha sottoscritto il prestito, equivarrebbe ad ammettere la derogabilità *in peius* anche dal lato del sovvenuto (in quanto comportante un allentamento dei presidi di garanzia posti a sua tutela) di una normativa che – come già sottolineato – risulta connotata dal tratto della imperatività e quindi dalla immodificabilità se non a vantaggio del cliente (cfr. art. 127, comma 1 t.u.b.)⁰⁷.

A ciò dovendosi aggiungere che sul punto i consumatori-mutuatari mostrano di possedere una scarsa reattività, essendo «concentrati soprattutto sulla ricerca e sulle condizioni del mutuo, mentre la soglia di attenzione verso la polizza assicurativa è generalmente bassa»⁰⁸. Sicché l'idea di accontentarsi dell'atto adesivo del cliente – attribuendovi significatività decisiva – finirebbe per riproporre quel paradigma di approccio formalistico che, già in altre situazioni, è stato respinto dal diritto applicato⁰⁹.

Non a caso, può stimarsi ormai consolidata l'interpretazione dell'Arbitro Bancario Finanziario secondo cui l'espressa qualificazione come facoltativa della polizza sottoscritta dal consumatore non costituirebbe di per sé elemento da solo sufficiente per considerare quest'ultima tale anche ai sensi e agli effetti dell'art. 121 t.u.b.

3. L'orientamento dell'Arbitro Bancario Finanziario

Le osservazioni appena svolte inducono a porre la questione relativa alla individuazione – in difetto di una espressa qualificazione negoziale in termini di obligatorietà – degli indici attraverso cui verificare nel concreto se una data polizza collocata dalla banca e attivata dal consumatore congiuntamente alla sottoscrizione del prestito sia o meno da considerare come imposta dal soggetto finanziatore.

⁰⁶ Cfr. ABF, Coll. Napoli, dec. 24 giugno 2022, n. 9808.

⁰⁷ Il punto è colto da A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, III, 2177.

⁰⁸ Così M. SIRI, (nt. 3), 53.

⁰⁹ Il pensiero corre evidentemente alla riconosciuta possibilità, a livello di diritto applicato, di ravvisare la natura subordinata del rapporto di lavoro indipendentemente dal *nomen iuris* utilizzato dalle parti; oppure alla attribuzione di una efficacia soltanto indiziaria alla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato di cui all'art. 31, comma 2 Reg. Consob n. 11522 del 1998.

Quello evocato costituisce peraltro un tema frequentemente portato all'attenzione dell'Arbitro Bancario Finanziario, tanto da sollecitare, nel giro di pochi anni, svariati interventi del Collegio di Coordinamento che hanno determinato un indirizzo ormai consolidato¹⁰.

Scendendo più nel dettaglio, il suddetto orientamento muove da una duplice premessa: da un lato, l'idea (già riferita) secondo cui la qualificazione negoziale della polizza non si configurerebbe come elemento di per sé decisivo (tutt'al più atteggiandosi alla stregua di un mero indizio); dall'altro lato, l'assunto per il quale la formulazione dell'art. 121, comma 2 t.u.b. implicherebbe – quale requisito necessario per ravvisare il carattere della obbligatorietà – la sussistenza di un collegamento genetico e funzionale, ovvero di un rapporto di connessione particolarmente elevato, tale cioè da soddisfare l'interesse del finanziatore a neutralizzare (o comunque gestire) il rischio di mancato rimborso, assicurando la conservazione delle originarie condizioni patrimoniali e finanziarie del debitore.

Ciò posto, sarebbe consentito ravvisare la sussistenza di un simile nesso allorquando la polizza, pur proposta come facoltativa, *i*) abbia una durata corrispondente a quella del piano di ammortamento del finanziamento; *ii*) preveda un capitale, in caso di polizza vita, o un indennizzo in caso di polizza danni parametrati al debito residuo, così da garantire l'assicurato contro accadimenti in grado di minarne la capacità patrimoniale – finanziaria e quindi di pregiudicarne la capacità di corrispondere i pagamenti rateali, in linea con il piano di ammortamento del finanziamento già prestabilito.

La significatività degli elementi appena indicati si presenterebbe ancor più pregnante nell'ipotesi in cui contraente e beneficiario della polizza assicurativa fosse lo stesso intermediario finanziatore oppure nel caso in cui a quest'ultimo fosse attribuita una remunerazione ragguardevole per avere collocato la polizza, oppure ancora nell'ipotesi di polizza collettiva stipulata, ai sensi dell'art. 1891 c.c., dalla stessa banca erogatrice del prestito.

Preme tuttavia sottolineare che, sempre ad avviso della giurisprudenza ABF, la presunzione di obbligatorietà traibile dai dati appena riferiti non sarebbe di per sé ancora dirimente (o, meglio, la prova presuntiva non potrebbe ancora considerarsi acquisita), essendo consentito alla banca di superarla (*rectius* di bloccarne la compiuta formazione), dimostrando alternativamente *i*) di avere proposto al cliente una comparazione dei costi (e del TAEG), con o senza polizza; *ii*) di avere offerto ad altri clienti con il medesimo merito creditizio le stesse condizioni di finanziamento, anche in assenza del contratto

¹⁰ Cfr. ABF Coll. Coord., 12 settembre 2017, dec. nn. 10617, 10620, 10621; Coll. Coord. 9 gennaio 2018, dec. n. 250; Coll. Coord., 26 luglio 2018, dec. n. 16291; Coll. Coord. 21 marzo 2022, dec. n. 4655.

di assicurazione; *iii*) che la polizza attivata attribuisce al debitore-assicurato un diritto di recesso dal contratto di assicurazione per tutto il corso del finanziamento senza l'applicazione di costi o di qualsiasi altra modifica delle condizioni del contratto di credito¹¹.

Mette conto di aggiungere che, per provare il fatto «di avere offerto condizioni simili, senza la stipula della polizza, ad altri soggetti con il medesimo merito creditizio», il Collegio di Coordinamento ha testualmente precisato che «è sufficiente la mera dichiarazione dell'intermediario circa l'eguaglianza del merito creditizio degli altri soggetti; è necessario [ma al tempo stesso bastevole] che l'intermediario produca almeno due contratti [comparativi]; i soli cinque parametri e i rispettivi scostamenti dal benchmark da riscontrare al fine di ritenere raggiunta la prova [della significatività dei contratti prodotti] sono: 1.TAN; scostamento marginale 50bp; 2. Durata 25%; 3. Importo: 25%; 4. Periodo di offerta: 3 mesi; 5. Coobbligati/altre garanzie: limitata varianza (quest'ultima specificata nel senso che, se il benchmark è senza coobbligati e l'intermediario ha prodotto due contratti comparativi, almeno uno di questi deve essere anch'esso senza coobbligati)».

Relativamente alla prova di «avere proposto al ricorrente una comparazione dei costi (e del TAEG) da cui risulti l'offerta delle stesse condizioni di finanziamento con o senza polizza», va richiamata l'ulteriore puntualizzazione offerta dal Collegio di Coordinamento per la quale «l'aver offerto lo stesso TAN comprova l'offerta delle stesse condizioni senza polizza».

Da ultimo, con riferimento specifico al diritto di recesso, sempre il Collegio di Coordinamento ha ritenuto sufficiente che «il recesso previsto inizialmente sia consentito, previo preavviso ma senza costi e senza incidere sul costo del credito, per ciascuno degli anni successivi sino alla scadenza».

4. Sulla pretesa identità tra polizza obbligatoria e polizza geneticamente e funzionalmente collegata

Apprezzabile nella misura in cui ammette l'esistenza di polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie, cionondimeno la soluzione offerta dall'Arbitro Bancario Finanziario suscita, a una valutazione più approfondita, non poche riserve.

In effetti, appare già una forzatura la tesi secondo cui il carattere della «obbligatorietà» implicherebbe un nesso di carattere genetico e funzionale tra la polizza e il prestito sottoscritto dal cliente. A tale

¹¹ Così ABF, Coll. Coord., 26 luglio 2018, dec. n. 16291. A tale pronuncia vanno ricondotti anche i successivi incisi virgolettati presenti nel paragrafo.

riguardo, proprio nella pronuncia del Collegio di Coordinamento ad oggi più recente si legge che «una volta rilevata la contestualità della sottoscrizione tra contratto di finanziamento e contratto assicurativo, l'attenzione va posta sulla presenza o meno di una connessione funzionale fra assicurazione e finanziamento». E questo perché la riscontrata contestualità si presterebbe a dare «luogo a una presunzione *iuris tantum* di collegamento: presunzione che, tuttavia, può essere vinta dando prova della totale assenza di funzionalità della polizza a garantire la restituzione del finanziamento, e dunque dimostrando che il contratto di finanziamento ha rappresentato soltanto l'occasione per offrire al cliente prodotti assicurativi diversi (ad esempio: polizza furto, polizza spese mediche etc.)»¹².

Ora, non ci può esimere dal notare che le argomentazioni svolte dal Collegio di Coordinamento faticano a convincere. A ben vedere, l'interpretazione in esame appare smentita dallo stesso dato normativo, la lettera degli artt. gli artt. 120-quinquies, comma 2 e 121, comma 2 t.u.b. limitandosi a includere nella base di calcolo del TAEG i premi assicurativi alla sola condizione che l'attivazione della relativa polizza sia tale da incidere sulla erogazione del prestito o sulle condizioni del medesimo.

D'altro canto, se è vero che l'obbligatorietà non è dimostrabile attraverso una prova diretta ma al massimo mediante una prova presuntiva (cfr. art. 2729 c.c.)¹³, deve rilevarsi che tra gli elementi suscettibili di assumere valore indiziario in un senso o nell'altro, il dato del collegamento funzionale non appartiene al novero di quelli più significativi e comunque si presenta ben lontano dall'assumere quel valore semantico che gli si vorrebbe attribuire.

Così è da dire per l'ipotesi di offerta a pacchetto. Invero, proprio il modo di presentare, anche sotto l'aspetto della veste documentale, il prodotto quale combinazione di più tasselli preassemblati (*rectius* unificati a monte in sede di ingegnerizzazione del tipo di finanziamento) appare già di per sé elemento idoneo a offrire, in relazione alla costruzione di una prova presuntiva riguardante l'obbligatorietà della

¹² Entrambi gli incisi virgolettati si leggono in Coll. Coord. 21 marzo 2022, dec. n. 4655.

¹³ Uno spunto in tal senso si rinviene in Coll. Coord. 9 gennaio 2018, n. 250. Come scrive S. PATTI, *Note in tema di presunzioni semplici*, in *Liber Amicorum per Giuseppe Vettori*, Roma, 2022, 3051, «la distinzione tra prova diretta e presunzione semplice si declina sotto il profilo della forma probante soprattutto nel collegamento tra fatti accertati e fatti rilevanti: diretto nel primo caso e indiretto nel secondo, in cui il giudice muove da indizi - i quali comunque devono presentare una certa forza probante e precisamente il suddetto alto grado di credibilità razionale - e perviene alla conclusione a seguito di un ragionamento di tipo probabilistico, che tuttavia non prescinde dalle caratteristiche del caso concreto».

polizza, materiale non solo rilevante¹⁴ ma addirittura concludente, a meno che la banca non fornisca evidenza documentale di avere prospettato al cliente la prospettazione dei costi con o senza polizza: onere questo tutt'altro che *diabolico*, ove soltanto si consideri che è proprio l'intermediario a predisporre unilateralmente la documentazione precontrattuale e la modulistica contrattuale¹⁵.

I termini della questione non sembrano cambiare anche nel caso di offerta separata. Premesso che, ragionando astrattamente, parrebbe più probabile che dal cliente possa provenire l'impulso ad attivare una copertura funzionalmente connessa piuttosto che decorrelata¹⁶, la verità è che finché si continui a considerare il prestito in una dimensione esclusivamente individua (o meglio monadica), si rivelerà arduo discernere se l'eventuale copertura assicurativa contestualmente accesa dal soggetto finanziato risponda a una decisione autonoma di quest'ultimo oppure a una imposizione della banca. A ben vedere, per impostare correttamente la verifica, occorrerebbe abbandonare la prospettiva dell'atto singolo per riguardare l'operazione di finanziamento come fatto d'impresa per sua natura suscettibile di essere reiterato un numero indeterminato di volte. Una volta allargato in tal modo l'angolo visuale, sarebbe infatti possibile accertare se l'abbinamento della polizza si presenti come un accadimento seriale o meramente occasionale: nel primo caso sembrando ragionevole desumere un indizio nel senso della obbligatorietà sostanziale della copertura, nell'altro in direzione della genuina facoltatività della stessa.

E' appena il caso di osservare che, accogliendo la soluzione ipotizzata, l'onere di rammostrare le evidenze documentali relative ai finanziamenti del medesimo tipo sottoscritti in una certa unità temporale non potrebbe che ricadere sulla banca, anche in applicazione del principio della vicinanza della

14 Orientata in tal senso anche Cass. n. 88096, 5 aprile 2017, secondo cui «la contestualità tra credito e assicurazione ... si pone, prima di ogni altra cosa, come manifestazione tipica di un'offerta di mercato che si modella sull'articolazione di prodotti predisposti in modo unitario e preassemblati (ovvero a pacchetto per rendere il concetto in termini evocativi)». In direzione analoga, v. Cass. 24 settembre 2018, n. 22458.

15 Va da sé che la lettura del fatto concreto può offrire ulteriori elementi in grado di incidere sul processo di formazione della prova presuntiva. Più precisamente, al di là del *format* della modulistica adoperata per la contrattazione, si presta ad assumere una valenza indicativa anche il dato della differenziazione delle condizioni nella concessione del mutuo: in particolare, quello della esistenza di una *policy* di prioritizzazione per le pratiche di mutuo accompagnate da polizza.

16 In effetti, se la figura del cliente prudente (che si preoccupa di come rimborsare il mutuo nel caso di sopravvenienza di un sinistro) può avere una sua plausibilità, quella del soggetto che, a corto di liquidità tanto da richiedere un prestito, coglie l'occasione, al momento della sottoscrizione del finanziamento, per attivare di sua esclusiva iniziativa le coperture più disparate, rasenta il caso di scuola.

prova¹⁷. Mette piuttosto conto sottolineare che, anche in tale situazione, non sembra azzardato elevare la semplice contestualità quanto meno ad indizio di obbligatorietà: un indizio peraltro in grado di cristallizzarsi e conseguentemente di sorreggere anche da solo la prova (presuntiva) del carattere imposto della polizza, nell'ipotesi in cui dalla vicenda concreta non emergessero in maniera preponderante elementi di segno contrario¹⁸.

Semmai è da aggiungere che l'attuale disciplina del giudizio civile ordinario fatica a trascorrere dall'accertamento del «caso singolo» a quello del «fatto seriale»¹⁹. Ma anche sotto tale aspetto le cose stanno cambiando nella consapevolezza che l'emersione del c.d. Diritto privato dell'impresa non può che portare con sé un adeguamento delle tecniche processuali. Al di là del potenziamento dei sistemi di

17 In effetti, secondo un recente orientamento della Suprema Corte (Cass. 22 aprile 2022, n. 13903), lungi dal contrapporsi alla regola di cui all'art. 2697 c.c., il principio della vicinanza della prova fungerebbe – in difetto di indicazioni normative di segno univoco relativamente alla natura degli stessi – «da criterio ermeneutico che aiuta nella individuazione dei fatti costitutivi rispetto a quelli estintivi, modificativi e impeditivi, introducendo il canone per cui, nel rispetto delle possibili varianti di senso della disposizione attributiva della situazione soggettiva, i primi vanno identificati in quelli più prossimi all'attore e dunque nella sua disponibilità, mentre i secondi tutt'al contrario, coincidono con quelli meno prossimi e quindi più facilmente suffragabili dal convenuto».

18 La significatività del dato della contestualità potrebbe invero sbiadirsi nel momento in cui risultassero, relativamente al tipo di finanziamento in questione, indici di abbinamento sporadici o comunque modesti.

19 Come scrive A. GAMBARO, *Interessi diffusi, interessi collettivi e gli incerti confini tra diritto pubblico e diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2919, 392, la tradizione ci consegna una costruzione del processo civile come contesa tra interessi individuali. Non a caso, per celebrare l'introduzione di tecniche processuali che, discostandosi dagli schemi collaudati, si propongono di offrire forme di tutela aggregata, vi è chi (cfr. F. AULETTA, *L'azione rappresentativa come strumento di tutela dei diritti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1678) parla di «processo regolatorio», in dichiarato parallelismo con la formula «diritto privato regolatorio». Ad ogni buon conto, nell'attuale panorama giurisprudenziale, merita di essere guardata con favore l'ordinanza del 6 maggio 2021 (reperibile sul sito www.ilcaso.it), attraverso la quale il Tribunale di Milano Sez. Imprese ha messo il cliente in condizione di assolvere all'onere probatorio relativo alla permanenza (oltre il periodo considerato dall'Autorità di settore nel provvedimento del 2 maggio 2005 n. 55) di una intesa restrittiva della concorrenza in materia di fidejussioni omnibus, accogliendo l'istanza di esibizione formulata dal medesimo rispetto a una pluralità di banche terze, al fine di acquisire al giudizio i moduli contrattuali utilizzati dalle stesse per regolare le garanzie fidejussorie richieste in vista della concessione di un finanziamento.

*public enforcement*²⁰, il pensiero corre naturalmente al trend di progressiva valorizzazione, a livello legislativo, dei procedimenti collettivi instaurabili tramite azioni di classe o azioni inibitorie (cfr. artt. 840 ss. c.p.c.), fino a richiamare l'imminente recezione della Dir. 2020/1828/UE in tema di azioni rappresentative a tutela degli interessi dei consumatori²¹.

5. I c.d. indici presuntivi di facoltatività: perplessità di merito

Come già riferito, secondo la giurisprudenza dell'Arbitro Bancario Finanziario, alla banca sarebbe consentito superare la presunzione di obbligatorietà – pur quando evincibile dalla ricorrenza di un nesso genetico-funzionale tra polizza e contratto assicurativo –, fornendo evidenza della sussistenza nella vicenda concreta di almeno una delle (tre) circostanze elencate dal Collegio di Coordinamento come idonea dimostrare la facoltatività della copertura²².

Ora, dei fatti reputati in grado di assumere una simile rilevanza probatoria risulta effettivamente significativo solo quello concernente la documentazione di avere prospettato al cliente una comparazione

20Al riguardo, vengono in particolare rilievo i poteri investigativi ed esecutivi di cui al Reg. UE 2017/2394 che l'art. 27, comma 2 Cod. Cons. attribuisce all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato. In effetti, l'offerta di contratti di finanziamento abbinati a polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie, nel determinare in via seriale l'erronea indicazione del TAEG, si presta ad integrare in sé una pratica commerciale ingannevole, rispetto alla quale la competenza ad intervenire è rimessa in via esclusiva all'AGCM (cfr. art. 27, comma 1-bis Cod. Cons.). Peraltro, se è vero che *public enforcement* e *private enforcement* si collocano su piani distinti, è altrettanto vero che l'accertamento compiuto dall'AGCM relativamente alla natura scorretta di una pratica commerciale si presta a dispiegare un effetto fortemente limitativo sulla discrezionalità valutativa del giudice ordinario che sia investito di giudizi civili individuali o collettivi volti ad esperire rimedi risarcitori o di altra natura, operando alla stregua di una presunzione legale *iuris tantum*, secondo quanto desumibile (non da una specifica disposizione di legge, ma) dalla funzione sistematica assegnata agli strumenti di *public enforcement* (così Cass. 31 agosto 2021, n. 23655; nonché G. DE CRISTOFARO, *Legislazione italiana e contratti dei consumatori nel 2022: l'anno della svolta. Verso un diritto "pubblico" (dei contratti) dei consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 5 s.). Aspetto, quest'ultimo, destinato ad assumere un impatto ancora maggiore in virtù del disposto dell'art. 3, comma 1, n. 5 della Dir. 2019/2161/UE, che ha previsto che ai consumatori lesi da pratiche commerciali scorrette siano riconosciuti rimedi proporzionati ed effettivi, compresi il risarcimento del danno, e se pertinente la riduzione del prezzo o la risoluzione del contratto (sul punto, v. L. GUFFANTI PESENTI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi nuovi. La difficile trasposizione dell'art. 3, co. 1 n)5, Dir. 2019/2161/UE*, in *Europa dir. priv.*, 2021, 636 ss.).

21 Sul tema delle azioni rappresentative, v. G. DE CRISTOFARO, *Azioni rappresentative e tutela degli interessi collettivi dei consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1011 ss.; E. CAMILLERI, *La Dir. 2020/2018/UE sulle azioni rappresentative e il sistema delle prove. La promozione dell'interesse pubblico attraverso la tutela degli interessi collettivi dei consumatori: verso quale modello di enforcement?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1052 ss.

22 In tema, con varietà di accenti, v. F. MAIMERI, *Polizze assicurative abbinate ai finanziamenti*, in *Corporate e mercati*, (nt. 7), III, 2166 s.; nonché F. QUARTA, *Assicurazione e costo totale del credito. Rilevanza della payment protection insurance nel computo del TAEG*, in *Banca borsa tit. cred.* 2019, I, 17 ss.

dei costi (e del TAEG), con o senza polizza. Invero, in presenza di un'offerta del medesimo prodotto, nella duplice variante solitaria o abbinata a una polizza, con indicazione – anche in forma sintetica – dei rispettivi costi, è da ritenere che sussistano evidenze sufficienti per ritenere acquisita la prova della facoltatività.

Non altrettanto può dirsi con riguardo alla produzione «a titolo esemplificativo» di due contratti suscettibili di fungere da termini comparativi (in quanto sostanzialmente simili – nei limiti precedentemente indicati – a quello oggetto di controversia, sebbene non accompagnati da alcuna copertura assicurativa).

Il peso attribuito a tale circostanza appare invero non tenere nella dovuta considerazione che nell'ambito della contrattazione standardizzata l'accertamento di un determinato comportamento imprenditoriale va compiuto alla luce non del singolo episodio ma della serie. In altri termini, per attribuire una reale pregnanza al dato comparativo, occorrerebbe quanto meno valutare il «rapporto tra il numero complessivo di prodotti omologhi piazzati in un dato arco temporale con e senza polizza»²³.

Anche il riferimento alla sussistenza del diritto di recesso dalla polizza (senza costi aggiuntivi) si rivela ambiguo, specie allorquando – enfatizzando l'inciso «ciascuno degli anni successivi sino alla scadenza» – si voglia ritenere invocabile a tale scopo anche il «diritto di recesso» che l'art. 1899 c.c. riconosce di *default* nell'ipotesi di contratto di durata superiore ai cinque anni, una volta decorso il primo quinquennio. In effetti, come già osservato in letteratura, l'eventuale facoltà per il cliente di recedere dal contratto di assicurazione – non *ab origine* – ma negli anni successivi a quello della sua conclusione non implica necessariamente la natura facoltativa della polizza: il relativo premio per i primi sei anni di durata del rapporto prestandosi comunque a incidere sulle condizioni del finanziamento offerte al cliente o sulla stessa erogazione del credito²⁴.

6. (Segue) Perplessità di metodo

Al di là della (discutibile) scelta delle circostanze che sarebbero contraddistinte da una efficacia segnaletica del carattere facoltativo della polizza, è da rimarcare che la soluzione propugnata dal Collegio

²³ Così ABF, Coll. Napoli, (nt. 6).

²⁴ Così A. TINA, (nt. 7), 2183 s., il quale aggiunge che, per potersi parlare con sicurezza di polizza facoltativa, occorrerà che il cliente possa effettivamente recedere dal contratto di assicurazione senza costi aggiuntivi e senza modifiche alle condizioni del finanziamento, per tutta la durata del contratto.

di Coordinamento appare per di più incorrere in un errore, per così dire di metodo, nella misura in cui finisce per attribuire l'efficacia probatoria propria di una presunzione legale *iuris et de iure*²⁵ ad elementi che, in assenza di una previsione normativa, potrebbero al più essere considerati e soppesati nel processo di formazione di una prova presuntiva.

Invero, non può non colpire come la ricorrenza di anche uno solo degli indici di cui all'elenco precedentemente riferito sia ritenuta circostanza dotata di una concludenza tale da far ritenere acquisita e non più contestabile la prova della facoltatività della copertura abbinata al finanziamento.

Appare tuttavia evidente che, in tal modo, si finisce per trattare come fondanti una presunzione legale fatti e/o circostanze che non dovrebbero salire oltre il rango di semplici indizi²⁶.

Più precisamente, così ragionando, si viene ad eliminare alla radice quella possibilità di apprezzare e ponderare – e farne, se del caso, oggetto di una valutazione sintetica – tutti i dati significativi offerti dalla vicenda concreta: possibilità che costituisce invece il *proprium* dell'*iter* di formazione della prova presuntiva, come peraltro sottolineato dalla stessa Cassazione, allorquando afferma che, nella assunzione di tale tipo di prova, il Giudice è tenuto a svolgere una valutazione complessiva di tutti gli elementi presuntivi isolati, per accertare se essi siano concordanti e se la loro combinazione sia in grado di fornire la base per una prova compiuta seppure indiretta²⁷.

²⁵ Le presunzioni legali sono invero di due tipi, *iuris et de iure* e *iuris tantum*. Come osserva S. PATTI, (nt. 13), 3054, le prime non consentono prova contraria e per questo motivo si avvicinano concettualmente alle finzioni, mentre le seconde l'ammettono e, a ben vedere, hanno la funzione di invertire l'onere della prova.

²⁶ Si deve sempre a S. PATTI, (nt. 13), 3055, la precisazione secondo cui le presunzioni semplici rappresentano un fenomeno diverso e più complesso di quello delle presunzioni legali *iuris tantum*, poiché il ragionamento del giudice che trae la presunzione non mira a ripartire l'onere della prova ma ha ad oggetto la formazione e la sussistenza della prova, avvicinandosi sensibilmente a quello che il giudice compie per valutare la prova e pervenire al convincimento circa la verità del fatto rilevante per la decisione. Del medesimo Autore vd. altresì, *Le prove*, in Trattato *Iudica-Zatti*, Milano, 2021, 2° ed., 815 ss.

²⁷ Così Cass. 11 febbraio 2020, n. 3327.

1. Introduzione

Il 7 dicembre 2022 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di modifiche a varie disposizioni di diritto UE, volte a rendere i mercati finanziari più attraenti per le imprese dell'Unione europea e a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali ("Listing Act")⁰¹.

La presente nota si concentrerà sulle modifiche al regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, "MAR").

Le novità della proposta si concentrano, in via generale, sugli oneri sopportati dalle società quotate e considerati eccessivi: i requisiti connessi al concetto di informazioni privilegiate e alle condizioni per ritardare la comunicazione sono stati giudicati come «molto onerosi», rispettivamente, dal 64% e dal 70% dei partecipanti⁰². Ciò risulta particolarmente vero per le tappe intermedie di eventi prolungati, come possono essere non soltanto operazioni straordinarie, ma anche processi aziendali come la formazione di dati e situazioni contabili. Secondo quanto osserva la Commissione, oltre al costo di *compliance* sostenuto per comprendere quali tappe possano rappresentare un'informazione privilegiata, la diffusione di informazioni «eccessivamente precoci, incomplete e ancora potenzialmente soggette a cambiamenti fondamentali» può fuorviare gli investitori e «portarli a compiere azioni che potrebbero in seguito rivelarsi subottimali»⁰³. Non sorprende, pertanto, la scelta di modificarne la disciplina.

2. Le tappe intermedie di un processo prolungato

Pacifica la sussistenza del carattere di precisione di informazioni relative a eventi passati, nonché a eventi futuri anche privi della certezza totale di realizzazione, a lungo ci si è chiesti se una informazione relativa a una fase intermedia di un procedimento che conduce a un esito finale debba essere qualificata come informazione privilegiata o convenga, invece, attendere l'evento conclusivo per la pubblicazione della relativa informazione.

* Benché il saggio costituisca l'esito di un lavoro comune e condiviso, i paragrafi 1, 3, 6 e 7 possono essere attribuiti a Filippo Annunziata, mentre i paragrafi 2, 4 e 5 a Matteo Arrigoni.

01 Commissione europea, Proposta di regolamento, COM(2022) 762 final, Bruxelles, 7.12.2022.

02 Listing Act, p. 15.

03 Listing Act, p. 6.

Con l'introduzione del MAR, il legislatore europeo ha recepito le indicazioni del CESR⁰⁴ e della giurisprudenza promossa dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea⁰⁵, secondo cui le tappe intermedie di un processo prolungato possono essere qualificate come informazioni privilegiate (art. 7, parr. 2 e 3, MAR).

Prima di tale introduzione, molteplici sono stati gli argomenti volti a escludere le fasi intermedie dalla nozione di informazione privilegiata. L'incertezza sul verificarsi dell'evento finale è stata considerata idonea a escludere il carattere di precisione delle informazioni⁰⁶ o quello *price-sensitive*⁰⁷. Il fatto, inoltre, che «se le trattative risultassero poi essere infruttuose, l'averne comunicato l'esistenza comporterebbe distorsioni del mercato» ha portato molti osservatori a escludere l'idoneità autonoma della tappa intermedia ad alterare i prezzi degli strumenti finanziari⁰⁸, nonché a evidenziare la possibile violazione del divieto di manipolazione informativa dei mercati finanziari⁰⁹.

Ora, pur mantenendo inalterata la disposizione relativa alla qualifica come informazione privilegiata anche delle tappe intermedie (art. 7, parr. 2 e 3, MAR), la Commissione europea sembra aver cambiato

04 «If the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature»: così CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, July 2007, CESR/06-562b, n. 1.6, p. 5.

05 CGUE, *Markus Geltl vs. Daimler AG*, Causa C-19/11, 28 giugno 2012, n. 35. La sentenza ha ricevuto molteplici commenti: *ex multis*, J.L. HANSEN, *Say when: When must an issuer disclose inside information?*, in *Nordic & European Company Law*, Working Paper No. 16-03 (September 19, 2016), disponibile su <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

06 In questo senso, v. la tesi difensiva nella sentenza CGUE, Causa C-19/11, 2012, nonché, sulla base del fatto che la comunicazione di notizie ancora provvisorie o frammentarie sia in contrasto con le finalità della legge, F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa*, 1999, I, 495-518, spec. p. 500.

07 Distinguendo, al riguardo, tra *hard facts* e *soft information*, P. SFAMENI, *Sub. art. 114, Comunicazioni al pubblico*, in *La disciplina delle società quotate* a cura di Marchetti - Bianchi, Tomo I, Milano, 1999, 509-643, spec. p. 522 s. e, in merito all'assenza del carattere *price-sensitive*, in mancanza di una "ragionevole certezza" sull'esito del processo prolungato, così collegando la tappa intermedia all'evento finale, P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338-372, spec. p. 365.

08 L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa*, 2004, I, 234-269, spec. p. 240 s., da cui la citazione; nello stesso senso, A. F. TRIPODI, *Fasi del procedimento penale e obblighi di comunicazione al pubblico ex art. 114 t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 315-338, spec. p. 325 ss. e, sostenendo che «il rischio è quello di rendere "esatta" un'informazione che ancora non lo è», E. PEDERZINI, *Sub. art. 114*, in *La disciplina degli abusi di mercato (l. 18 aprile 2005, n. 62)* a cura di Pederzini, in *Nuove leggi civ.*, 2007, 976-994, spec. p. 980 s.

09 C. DI NOIA - M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in 9.4. *ECFR* (2012), 484-529, spec. p. 503 e E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, spec. p. 96.

idea, perché esplicita che il dovere di informazione continua non si applica «alle tappe intermedie di un processo prolungato ... se tali tappe sono collegate alla concretizzazione di una serie di circostanze o di un evento» (art. 17, par. 1, MAR Proposta Listing Act).

Questa novità è da accogliere con favore, perché comporta molteplici vantaggi: riduce i costi di *compliance* per gli emittenti (costretti, viceversa, a ricorrere spesso al meccanismo del ritardo) e, allo stesso tempo, riduce la diffusione di informazioni poco rilevanti nella prospettiva dell'efficienza informativa del mercato.

Il *wording* impiegato non è tuttavia particolarmente chiaro. Se, da un lato, dalla lettura degli «Obiettivi della proposta» e della «Illustrazione dettagliata delle singole disposizioni della proposta» sembra dedursi che il riferimento all'esclusione dalla *disclosure* sia a tutte le «tappe intermedie di un processo prolungato» senza alcuna distinzione¹⁰; per altro verso, non così pare, invece, se si guarda al tenore letterale dell'art. 17, par. 1, MAR Proposta Listing Act: non avrebbe, viceversa, senso l'aggiunta per cui sono esenti dalla comunicazione le tappe intermedie di cui all'art. 7, parr. 2 e 3, MAR, solo «*se tali tappe sono collegate alla concretizzazione di una serie di circostanze o di un evento*» (art. 17, par. 1, MAR Proposta Listing Act, corsivo aggiunto).

Più opportuna potrebbe essere la distinzione tra due diverse ipotesi di tappe intermedie: da un lato, una tappa intermedia che in tanto ha senso in quanto si realizza l'esito del processo prolungato (ad esempio, la stipula di un accordo di riservatezza finalizzato a un progetto di M&A: c.d. tappa intermedia strumentale); per altro verso, una tappa intermedia che, pur essendo necessaria all'esito finale, è anche idonea per sé stessa a rappresentare un evento di una autonoma rilevanza per l'emittente (ad esempio, l'aumento di capitale finalizzato all'acquisizione di un'altra società: c.d. tappa intermedia autonoma). Mentre è ragionevole escludere che il verificarsi di una tappa intermedia strumentale (ad esempio, l'accordo di riservatezza) debba essere comunicata, così non dovrebbe essere per una tappa intermedia autonoma (ad esempio, l'aumento di capitale): anche se l'evento finale non dovesse realizzarsi, la concretizzazione di questa fase potrebbe da sola alterare il valore della società ed essere pertanto rilevante a formare prezzi corretti. Del resto, a un simile esito pare potersi arrivare in via interpretativa, facendo leva sul carattere *price-sensitive* delle informazioni privilegiate: una tappa intermedia la cui

¹⁰ Listing Act, pp. 8 e 26.

pubblicazione non ha un impatto significativo sui prezzi non deve essere pubblicata¹¹.

L'esito atteso dalla Commissione potrebbe, tuttavia, essere vanificato in virtù del nuovo dovere di mantenere in ogni caso la riservatezza su tali informazioni, pur opportuno perché riduce il rischio di *insider trading* (art. 17, par. 1 ter, MAR Proposta Listing Act). Se, infatti, l'emittente non è in grado di mantenere la riservatezza, sarà tenuto a divulgare la tappa intermedia la cui comunicazione si voleva evitare. Una strategia normativa più efficace pare, allora, quella di modificare non solo il profilo della *disclosure* dell'informazione, ma la sua nozione, come sarà ribadito più approfonditamente nelle conclusioni.

3. L'elenco non esaustivo di informazioni pertinenti

L'ampiezza del concetto di informazioni privilegiate (di cui all'art. 7 MAR) consente di introdurre un divieto ampio e molto precoce di abuso di informazioni privilegiate, ma, allo stesso tempo, rende più difficile per gli emittenti stabilire quali informazioni siano privilegiate e quali no, con la conseguenza che, per ridurre il rischio legale al quale vanno incontro, sono costretti a comunicare più informazioni del dovuto (o, almeno, a chiedere il ritardo della pubblicazione), aumentando così i costi di *compliance*.

Il problema è stato tradizionalmente affrontato dalle autorità di vigilanza che hanno effettuato vari tentativi di esemplificazioni di informazioni privilegiate. Così, ad esempio, le linee guida di Consob¹² individuano «un elenco esemplificativo e non esaustivo di tipi di informazioni privilegiate che potrebbero interessare un emittente»¹³; oppure, le Q&A di ESMA prendono posizione su alcuni casi specifici, come nell'ipotesi di informazioni relative alla *policy* sui dividendi¹⁴.

11 «Se, per esempio, colloqui informali tra acquirente e venditore non preceduti dalla stipula di un accordo di riservatezza, nella prassi, non comportano una significativa probabilità di riuscita di un'operazione di M&A – e, in ogni caso, non comportano un impatto significativo sui prezzi dei titoli – l'informazione su un evento verificato (cioè i colloqui informali tra acquirente e venditore), che costituisce una tappa intermedia di un processo prolungato (vale a dire l'operazione di M&A), deve essere valutata per il suo scarso impatto sul prezzo e, quindi, non va considerata come privilegiata»: M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022, spec. p. 122 s.

12 Le linee guida «non hanno carattere prescrittivo e, se disattese, non implicano di per sé una violazione della disciplina», ma allo stesso tempo «costituiscono un ausilio» per gli emittenti, offrendo, se del caso, «alcune indicazioni operative di dettaglio utili alla migliore attuazione della disciplina europea»: Consob, *Gestione delle informazioni privilegiate*, Linee Guida n. 1/2017, ottobre 2017, n. 1.3.1, p. 5 s. ("Consob LG IP").

13 Consob LG IP, n. 3.1.2, p. 13 s.

14 ESMA, *Questions and Answers, On the common operation of the Market Abuse Directive*, 01 April 2016, ESMA/2016/419, Q1, p. 4 s.

Nello stesso senso, è stato introdotto un nuovo paragrafo nell'art. 17, per «ridurre l'incertezza giuridica in merito a quali siano le informazioni privilegiate ai fini della comunicazione nonché alle tempistiche della comunicazione»¹⁵. In questo modo, la proposta conferisce alla Commissione europea il potere di adottare un atto delegato e riesaminare «un elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente la comunichi» (art. 17, par. 1 bis, MAR Proposta Listing Act).

Oltre al fatto che l'eventuale elenco predisposto dalla Commissione europea sarebbe contenuto in un atto delegato e non, invece, in un atto di *soft law*, l'indicazione della tempistica è una miglioria di assoluto rilievo. La disciplina europea potrebbe così avvalersi delle soluzioni adottate in altri contesti. Negli Stati Uniti, ad esempio, in molti casi il documento equivalente a quello europeo - e, cioè, il *Form 8-K* - deve essere compilato entro quattro giorni lavorativi dal momento in cui l'evento che scatena i requisiti di trasparenza si è realizzato¹⁶.

L'indicazione del momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente comunichi una certa informazione privilegiata consente, in vero, di risolvere attuali problemi di incertezza. In vero, la scelta legislativa di imporre all'emittente di pubblicare le informazioni privilegiate «quanto prima possibile» (art. 17, par. 1, MAR) non agevola il compito di individuare il momento esatto in cui questo deve avvenire, con l'ulteriore effetto negativo di aumentare il rischio di una frammentazione della disciplina all'interno dell'Unione europea, a maggior ragione in considerazione delle diverse traduzioni nelle varie lingue¹⁷. Il potere conferito alla Commissione può allora rappresentare l'occasione per l'introduzione di termini più precisi, sulla falsariga del già richiamato esempio statunitense.

4. Il ritardo della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate. La notifica all'autorità competente

Meno vistosa, ma altrettanto significativa, risulta una duplice modifica relativa alla procedura per ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.

¹⁵ Listing Act, p. 8.

¹⁶ Sul punto, A. PIETRANCOSTA, *Article 17: Public disclosure of inside information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*² eds. Ventrone - Mock, Oxford, 2022, 451-491, n. B.17.49, spec. p. 468.

¹⁷ F. ANNUNZIATA - M. SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento market abuse*, in *Riv. soc.*, 2021, 176-194, spec. p. 182 e nt. 21.

Nel regime attualmente in vigore, l'emittente che abbia ritardato la comunicazione di un'informazione privilegiata notifica il ritardo all'autorità competente e fornisce una spiegazione delle modalità utilizzate per rispettare la norma, «immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico»; in alternativa, però, «gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente» (art. 17, par. 4, co. 3, MAR).

Questa alternativa è stata utilizzata da alcuni Stati, tra i quali l'Italia (all'art. 114, co. 3, TUF) ed è particolarmente utile. Anziché imporre un obbligo di motivazione *tout court*, la scelta per una "spiegazione su richiesta" consente di alleggerire gli oneri amministrativi per gli emittenti senza aumentare il rischio di ritardi illegittimi, che, in ogni caso, è presidiato dalla possibilità per l'autorità competente di chiedere la spiegazione all'emittente. Inferiori costi di *compliance* permettono inoltre agli emittenti di avvalersi con minori ostacoli al meccanismo del ritardo che, nell'architettura complessiva del sistema normativo, gioca un ruolo particolarmente importante¹⁸.

Diversamente dal testo attualmente in vigore, nella proposta l'alternativa della "spiegazione solo su richiesta" è stata eliminata. Gli emittenti dovrebbero pertanto fornire la motivazione del ritardo all'autorità competente in ogni caso.

Questa scelta non pare condivisibile, perché l'obbligo di motivazione *tout court* comporta maggiori costi di *compliance* per gli emittenti, senza aumentare sensibilmente i benefici in termini di efficacia della vigilanza. Il fatto che la scelta di ritardare la comunicazione sia corretta nella maggior parte dei casi, relegando a rare ipotesi i casi di ritardo "illegittimo", consente infatti di ritenere ingiustificato il costo di un intervento preventivo e di non enfatizzare il rischio di comportamenti illeciti da parte degli emittenti. L'aumento dei costi di *compliance* riduce, inoltre, lo spazio per l'applicazione del ritardo: tali oneri sono considerati dagli emittenti nell'analisi di efficienza della decisione da adottare¹⁹.

18 Sul punto, L. CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 99-157, spec. p. 147; per l'affermazione secondo cui «as the legislator in the MAR ... has opted for a rather broad definition of inside information ..., the delay should be regarded as the natural counterweight to protect the legitimate interests of the issuer», ASSONIME, *Assonime risponde alla consultazione dell'ESMA per la revisione del Regolamento sugli abusi di mercato*, 9/2019, 1-27, spec. p. 14.

19 In passato, per questa ragione ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione della Consob sulle proposte di modifica dei regolamenti di attuazione del d.lgs. n. 58/98 concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate per l'attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato*, 17/2016, 1-24, spec. pp. 2 e 9 aveva infatti richiesto di adottare i modelli, come quello francese e inglese, che non prevedono l'obbligo di motivazione *tout court*, ma lasciano all'autorità di vigilanza il potere di richiedere, nel caso, una spiegazione all'emittente.

Il problema per gli emittenti si aggrava, inoltre, in considerazione della seconda modifica alla procedura per attivare il ritardo. Diversamente dal testo attualmente in vigore, infatti, nella proposta la spiegazione fornita dagli emittenti all'autorità competente non deve avvenire «immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico» (art. 17, par. 4, co. 3, MAR), bensì «immediatamente dopo avere assunto la decisione di ritardare la comunicazione delle informazioni» (art. 17, par. 4, co. 2, MAR Proposta Listing Act). Anticipare questo adempimento aumenta le difficoltà per gli emittenti e rende più oneroso il meccanismo del ritardo, senza comportare benefici rilevanti, secondo quanto appena osservato²⁰; a ciò si aggiunga l'osservazione che durante il ritardo un'informazione può perdere il suo carattere *price-sensitive* e l'emittente non sarebbe quindi tenuto a pubblicarla: la modifica normativa aumenta anche in questo caso gli oneri amministrativi in modo inefficiente.

5. Il ritardo della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate. La "voce" o i "rumours"

Con riferimento alle condizioni per consentire il ritardo, il MAR richiede che gli emittenti siano in grado di «garantire la riservatezza» delle informazioni privilegiate la cui comunicazione è ritardata (art. 17, par. 4, lett. c, e par. 5, lett. c, MAR). Se, invece, la riservatezza non è più garantita, l'emittente è tenuto a comunicare al pubblico l'informazione privilegiata quanto prima (art. 17, par. 7, MAR). Al riguardo, la proposta della Commissione europea introduce una novità: la riservatezza di un'informazione privilegiata non sarebbe più garantita quando una voce che si riferisce a tale informazione sia «sufficientemente accurata e attendibile» (art. 17, par. 7, MAR Proposta Listing Act; in corsivo la novità).

Questa proposta solleva alcune incertezze interpretative e comporta conseguenze non volute.

Da un lato, nel regime attuale, ESMA ha specificato che una voce è accurata - e pertanto fa scattare la *disclosure* al mercato dell'informazione per la quale si era chiesto il ritardo - quando è «*new, sufficiently precise, persistent and ha[s] an impact on the price of the financial instruments. Lacking such conditions, respondents requested to clarify that they may avail themselves of a no-comment policy*»²¹. Non è chiaro, quindi, che effetti abbia il fatto che il Listing Act richieda che una voce debba essere anche

²⁰ *Contra*, nel senso che «*this is likely to complicate processes, but makes sense because it forces the issuer to carefully substantiate the decision*», R. VEIL - M. WIESNER - M. REICHERT, *Ad Hoc Disclosure under the EU Listing Act*, in AG, 3/2023, 57-70, spec. p. 69, sulla scorta del Considerando n. 61 del MAR Proposta Listing Act, secondo cui ciò sarebbe necessario «per consentire alle autorità competenti di ricevere tempestivamente le informazioni sui ritardi».

²¹ ESMA, *MAR Review report*, September 24, 2020, ESMA70-156-2391, n. 203, p. 65.

accurata.

In alternativa, si potrebbe immaginare di distinguere tra una “voce” che si riferisce a un’informazione privilegiata non ancora pubblicata (c.d. *leak*) e una “voce” che *non* si riferisce a un’informazione privilegiata non ancora pubblicata (c.d. *rumour*). Se, ad esempio, una voce riguardasse una possibile acquisizione di una società da parte di un emittente, tale voce sarebbe un *leak* quando l’operazione – al momento riservata – è in corso (ma il mercato non la conosce, perché l’emittente ha sfruttato il meccanismo del ritardo della comunicazione); se, invece, l’operazione di M&A non sussiste, la voce sarebbe un *rumour* (e non ci sarebbe un’informazione privilegiata riservata da divulgare successivamente). La prima è una voce “vera”, la seconda è una voce “falsa”. Poiché l’emittente è in grado di distinguerle, potrebbe così prendere posizione nei confronti della prima, limitandosi a una politica di “*no comment*” nei confronti della seconda.

Per altro verso, la proposta contenuta nel Listing Act non prende posizione in merito alla “fonte” da cui sorge la voce e cioè se essa debba, o meno, derivare dalla “sfera” dell’emittente per costringerlo a pubblicare l’informazione privilegiata per la quale aveva ritardato la comunicazione. Questo aspetto era già stato discusso e la scelta di non intervenire era giustificata dall’osservazione per cui, se fosse necessario indagare se la voce sorga dalla sfera dell’emittente, «*in order to decide whether the disclosure is required or not, an investigation (potentially time-consuming) has to take place to detect the source of leak, whereas Article 17(7) requires disclosure to the public “as soon as possible”*»²². In effetti, l’attività richiesta all’emittente potrebbe risultare incompatibile rispetto alle esigenze del mercato. D’altra parte, se la fonte della voce è irrilevante, i terzi potrebbero diffondere una voce per “costringere” l’emittente a esporsi nei suoi confronti (c.d. *fishing strategy*): il regime relativo alla manipolazione informativa non sempre sembra essere un presidio efficace a gestire questo rischio. Sembra allora preferibile consentire agli emittenti di avvalersi della possibilità di dimostrare che la voce non dipenda da un proprio problema organizzativo: qualora l’emittente non sia in grado di fornire tale prova in tempi rapidi, sarà tenuto alla comunicazione dell’informazione privilegiata; se, invece, ciò fosse agevole, potrebbe adottare una politica di “*no comment*”. Una simile soluzione comporta una pluralità di benefici: incentiva l’emittente a dotarsi di misure organizzative adeguate; realizza un miglior temperamento degli interessi in gioco; risulta essere un maggior presidio alla stabilità del sistema, nel caso di banche quotate²³.

²² Così ESMA, *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, Final Report, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, n. 243, spec. p. 53; nello stesso senso, Consob LG IP, n. 6.5.4, p. 45.

²³ Per un’analisi più approfondita, sia consentito il riferimento a M. ARRIGONI (nt. 11), p. 154 ss.

6. L'ipotesi di ritardo per salvaguardare gli interessi legittimi degli emittenti

Cambiandone la fonte rispetto all'assetto attuale, la proposta intende includere nel testo del MAR un elenco di condizioni specifiche che devono essere soddisfatte dalle informazioni privilegiate che l'emittente intende ritardare, precedentemente individuate da ESMA come specificazione della condizione di non fuorviare il pubblico, alla quale è ricollegata la possibilità di avvalersi del ritardo.

Più precisamente, per ritardare la comunicazione di un'informazione privilegiata, oltre al possibile pregiudizio agli interessi legittimi dell'emittente, e alla garanzia della riservatezza, devono sussistere altre condizioni, ossia che, alternativamente, le informazioni: «non sono sensibilmente diverse» da quelle pubblicate precedentemente dall'emittente sullo stesso tema; «non riguardano il fatto che probabilmente gli obiettivi finanziari dell'emittente non saranno raggiunti, qualora tali obiettivi siano stati precedentemente annunciati al pubblico»; «non sono in contrasto con le aspettative del mercato, se tali aspettative si basano su segnali che l'emittente ha precedentemente inviato al mercato» (art. 17, par. 4, lett. b, nn. i), ii), iii), MAR Proposta Listing Act)²⁴.

Se la scelta è da condividere, in quanto si nega la possibilità di ritardo quando sussiste una "domanda informativa" del mercato causata dalla condotta dell'emittente²⁵, l'inclusione anche dell'ipotesi relativa agli obiettivi finanziari solleva qualche problema. Una comunicazione tempestiva di un *profit warning*, realizzata nel momento in cui tale informazione sorge e non quando sia formalizzata dal consiglio di amministrazione, comporta, infatti, il rischio di comunicare informazioni soggette a cambiamenti nel giro di pochi giorni, nonché quello di esautorare il consiglio o alcuni comitati in contrasto con quanto previsto dall'ordinamento²⁶. È più ragionevole invece consentire all'emittente di ritardare la comunicazione per rispettare le indicazioni di legge, salvo il caso in cui sfrutti la norma, ad esempio ritardando in modo ingiustificato i tempi per la formale convocazione del consiglio di amministrazione.

24 Nell'attuale regime, v. ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR), Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, 20 ottobre 2016, ESMA/2016/1478 IT, Cap. 5, n. 9, lett. a, b e c, spec. p. 5 s.

25 Sul punto, più approfonditamente, S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, spec. p. 111 e P. GIUDICI, *Informazione privilegiata e responsabilità civile*, in *Società*, 2016, p. 141.

26 L'argomento, espresso in via generale «qualora non ci siano le condizioni per il ritardo», si deve ad ASSONIME (nt. 19), spec. p. 9, che riferisce l'esempio delle operazioni con parti correlate.

7. Una premessa in forma di conclusione

La scelta del legislatore europeo di "aggiornare" il regime delle informazioni privilegiate non può che essere accolta con favore. Accanto a novità positive²⁷, sono state evidenziate alcune possibili criticità.

L'occasione di revisione del MAR potrebbe essere sfruttata però per una riforma più organica. In questo senso, i punti chiave su cui intervenire con più coraggio possono essere quelli che seguono.

Anzitutto, prevedere due nozioni diverse di informazioni privilegiate a seconda del regime che si applica: una più ampia per prevenire l'abuso di informazioni privilegiate e una più ristretta per la comunicazione delle informazioni privilegiate al mercato²⁸. Sebbene la *disclosure* di informazioni privilegiate possa contribuire a prevenire l'*insider trading*²⁹, il dovere di informazione continua persegue anche ulteriori obiettivi che una nozione particolarmente ampia di informazione privilegiata compromette³⁰.

In secondo luogo, si potrebbero migliorare i requisiti affinché un'informazione sia qualificata come privilegiata e quindi oggetto di *disclosure*, per favorire la qualità sulla quantità delle informazioni diffuse. In quest'ottica, si potrebbe intervenire sui requisiti di precisione (art. 7, par. 2, MAR) e rilevanza (o carattere *price-sensitive*: art. 7, par. 1, lett. a, e art. 7, par. 4, co. 1, MAR)³¹.

Le proposte avanzate poggiano sull'analisi dei mercati finanziari odierni. Essi sono caratterizzati dalla presenza di molti strumenti finanziari sempre più complessi e dal diffuso utilizzo di nuove tecnologie e

27 Oltre a quelle analizzate nel testo, pare opportuno ricordare anche quella relativa all'ipotesi di ritardo per tutelare la stabilità. Accogliendo molteplici sottolineature al riguardo, la proposta modifica i soggetti che possono avvalersi di questa tipologia di ritardo. Non solo, infatti, tale possibilità è offerta – come nel regime attualmente in vigore – a un «ente creditizio o [a] un ente finanziario» (art. 17, par. 5, MAR); nella nuova versione può usufruire anche «l'emittente che sia un'impresa madre o un'impresa collegata di tale ente» (art. 17, par. 5, MAR Proposta Listing Act). Questo intervento sistemerebbe una lacuna evidente. Tuttavia, in virtù della gerarchia riconosciuta tra stabilità e trasparenza, la scelta potrebbe essere ancor più coraggiosa: in presenza in ogni caso delle condizioni previste dalla legge, sarebbe più opportuno allargare la platea dei soggetti che possono beneficiare di questa ipotesi di ritardo a qualsiasi società quotata, anche non appartenente al sistema finanziario.

28 D'altronde, questo è anche il parere della maggioranza dei partecipanti alla consultazione promossa dalla Commissione europea: Listing Act, p. 15. *Ex multis*, ASSONIME (nt. 18), p. 4 ss. e, più di recente, ASSONIME, *Risposta Assonime alla Consultazione UE "Listing Act: making public capital markets more attractive for UE companies and facilitating access to capital for SMEs"*, Consultazioni, 3/2022, 1-126, pp. 2 e 73.

29 Sul punto, M. ARRIGONI (nt. 11), p. 6 ss.

30 Più nel dettaglio, M. ARRIGONI (nt. 11), p. 15 ss.

31 Per un approfondimento, M. ARRIGONI (nt. 11), p. 84 ss.

tecniche di negoziazione (*big data* e *high frequency trading*). A ciò si aggiunge la sempre più frequente partecipazione diretta al mercato di investitori *retail*³². Questi fenomeni compromettono la capacità degli stessi mercati di essere efficienti dal punto di vista informativo (c.d. efficienza informativa del mercato finanziario: *Efficient Market Hypothesis*, EMH, riconducibile a Fama³³). D'altra parte, è stato osservato come l'ammontare delle informazioni pubbliche disponibili sia aumentata drasticamente rispetto a quando è stata tradizionalmente formulata³⁴. Lo sviluppo di strumenti digitali per creare e diffondere informazioni (ad esempio, internet e i social network) e, più di recente, le novità connesse all'intelligenza artificiale suggeriscono inoltre di non enfatizzare il modello tradizionale di *disclosure* "centrato" sull'emittente³⁵.

In un tale contesto, per realizzare l'obiettivo di favorire la corretta formazione dei prezzi e allo stesso tempo senza gravare gli emittenti di oneri amministrativi sproporzionati, il sistema normativo dovrebbe favorire la qualità delle informazioni, sulla loro quantità, nonché la completezza delle stesse, sulla tempestività della loro diffusione.

32 Cfr., ad esempio, K. MARTIN - R. WIGGLESWORTH, *Rise of the retail army: the amateur traders transforming markets*, in *Financial Times*, March 9, 2021.

33 Il tradizionale riferimento è a E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25.2. *J. Fin.* (1970), 383-417, spec. p. 383.

34 Per tutti, A. SUN - M. LACHANSKI - F.J. FABOZZI, *Trade the tweet: Social media text mining and sparse matrix factorization for stock market prediction*, in 48 *Int. Rev. Fin. An.* (2016), 272-281, spec. p. 272 e X. LI - D. SHEN - M. XUE - W. ZHANG, *Daily happiness and stock returns: The case of Chinese company listed in the United States*, in 64 *Econ. Modelling* (2017), 496-501, spec. p. 496.

35 J. MITTS, *A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution*, in *Columbia Law and Economics*, Working Paper No. 615 (October 28, 2019), disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3447235>. Sul rapporto tra MAR e tecnologie, in particolare l'intelligenza artificiale, sia consentito di rinviare a F. ANNUNZIATA, *Artificial Intelligence and Market Abuse Legislation. A European Perspective*, in corso di pubblicazione, Edward Elgar, 2023.

Sommario: *Premessa di contesto; 1. L'impianto AML/CFT ed i suoi capisaldi: l'"adeguata verifica" e la "segnalazione di operazione sospetta"; 1.1. Segue: L'adeguata verifica a distanza: una prospettiva generale; 1.1.1. Segue: Contesto eurounitario; 1.1.2. Segue: Le nuove Linee Guida EBA; 1.1.2 a) Segue: L'adozione di politiche e procedure interne; 1.1.2 b) Segue: Valutazione preliminare e successive integrazioni della soluzione di remote onboarding nel sistema dei controlli interni; 1.1.2 c) Segue: Identificazione, acquisizione delle informazioni e verifica dell'identità e dell'integrità dei documenti; 1.1.2 d) Segue: Affidamento dell'adeguata verifica a terzi ed esternalizzazione; 2. Applicazione dell'adeguata verifica a distanza nel contesto nazionale: il Provvedimento Banca d'Italia del 30 luglio 2019 e il Regolamento IVASS n. 44 del 12 febbraio 2019; 3. Cybersecurity e Protezione dei Dati; 4. Conclusioni*

Premessa di contesto

Il rapido diffondersi delle tecnologie informatiche ed il contestuale celere sviluppo dei pagamenti digitali evidenziano la necessità di provvedere, nel continuo, all'adeguamento, tra gli altri⁰¹, degli strumenti normativi ed operativi di *Anti Money Laundering* (AML) e *Combating Financing of Terrorism* (CFT); e ciò al fine di garantire che qualsivoglia transazione finanziaria, anche viepiù informatizzata e digitale, sottenda il basilare requisito della conoscenza del cliente e della ragionevole garanzia che i fondi utilizzati non abbiano origine illecita.

Si rileva in proposito, a livello globale, un *trend* caratterizzato da una sempre maggior attenzione da parte degli operatori verso lo sviluppo di metodologie e procedure, anche tecniche, e del correlato adeguamento della normativa AML/CFT, con specifico riferimento all'impatto che le nuove tecnologie potrebbero avere tanto nel quadro delle attività di contrasto dei fenomeni di riciclaggio e finanziamento del terrorismo quanto sulle attività finanziarie riconducibili più in generale, per via di tali impatti, al c.d. *FinTech* (*Financial Technology*)⁰².

⁰¹ Cfr., sulle tematiche introdotte dalle nuove tecnologie, M. CONDEMI, *Nuove tecnologie ed attività finanziarie: spunti per un rinnovato approccio regolamentare*, in *Diritto Bancario*, luglio 2021, nel quale ci si interroga sulle possibili, attuali e future, implicazioni derivanti dall'utilizzo delle nuove tecnologie nel contesto della regolazione delle attività finanziarie, auspicando, in particolare, un approccio coordinato a livello europeo volta ad evitare i rilevanti rischi di una prospettiva, che tuttora permane, che non tenga in sufficiente considerazione le esigenze dei nuovi, numerosi *players* del mercato.

⁰² Si veda, a proposito della nozione di *Fintech* e delle sue ampie articolazioni, M. CONDEMI, *Nuove tecnologie ed attività finanziarie: spunti per un rinnovato approccio regolamentare*, cit..

Nella consapevolezza del rilievo via via assunto da tali tematiche nell'area delle attività bancarie e finanziarie, nel dicembre 2019 la Banca d'Italia ha pubblicato gli esiti di un'"Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano", nella cui premessa si dà conto, da un lato, (i) del perimetro dei soggetti indagati, riguardando essi «(...) 165 intermediari, tra cui 50 gruppi bancari, anche di matrice estera, 70 banche non appartenenti a gruppi, 5 filiali di banche estere, 3 intermediari in libera prestazione di servizi e 37 intermediari non bancari; sono state inoltre contattate 15 tra le maggiori imprese fornitrici di servizi tecnologici. Gli intermediari sono stati selezionati in base agli attivi e ai volumi di operatività; alcuni di essi, nonostante la limitata scala, sono stati inclusi nel campione in funzione dei particolari modelli di business adottati e della loro propensione ad innovare. Il tasso di partecipazione è stato dell'82 per cento; considerando le sole banche, la copertura in termini di attivo è stata pari a circa il 90 per cento del totale di sistema. Il tasso di risposta tra i service providers è stato invece significativamente più basso e pari ad un terzo delle imprese contattate; per questo segmento di mercato, dunque, i fenomeni emersi, parziali e non necessariamente indicativi delle tendenze in atto, non vengono riportati» (ii), dall'altro, e per quanto qui specificamente di interesse, della circostanza che «(u)na sezione ad hoc (di tale indagine) è dedicata alle modalità con cui vengono impiegate soluzioni innovative per contrastare il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo».

La ricerca ha evidenziato, a conferma della menzionata preoccupazione, come gli intermediari finanziari campionati, nel quadro degli investimenti volti a fronteggiare lo sviluppo delle nuove tecnologie, abbiano incentrato una parte delle risorse disponibili nel settore AML/CFT, in ragione delle Direttive UE 2015/849 (c.d. Quarta Direttiva Antiriciclaggio) e 2018/843 (c.d. Quinta Direttiva Antiriciclaggio) e dei rispettivi atti di recepimento, quali il d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, recante "Attuazione della direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo (...)" e il d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, riguardante "Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 25 maggio 2017, n. 90 e n. 92, recanti attuazione della direttiva (UE) 2015/849, nonché attuazione della direttiva (UE) 2018/843 che modifica la direttiva (UE) 2015/849 (...)", oltreché delle disposizioni contenute nel Provvedimento della Banca d'Italia del 30 luglio 2019, contenente "Disposizioni in materia di adeguata verifica a distanza della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo", di cui si avrà modo di trattare più approfonditamente *infra*.

Con specifico riferimento ai progetti destinati al contrasto dei fenomeni di ML/FT, l'indagine di Banca d'Italia rileva, più precisamente, come «(g)li intermediari st(iano) sviluppando con cautela progetti basati su nuove tecnologie (specialmente quelle connesse all'AI) nelle aree suscettibili dei maggiori guadagni in

termini di efficienza e di efficacia dei processi AML/CFT, in particolare in quelle connesse alla profilatura del rischio della clientela e all'individuazione delle operazioni anomale. Tali progetti sono sviluppati principalmente in house, ma anche in collaborazione con società di consulenza, enti di ricerca e università. In base alle evidenze emerse dall'indagine, nel biennio 2017-2018 la funzione antiriciclaggio degli intermediari è stata coinvolta in 33 iniziative FinTech con ricadute sui presidi antiriciclaggio (circa il 12 per cento delle iniziative censite). Parallelamente allo sviluppo di questi progetti, gli intermediari stanno incrementando il livello di automazione dei processi AML/CFT e l'utilizzo di banche dati per l'adeguata verifica della clientela; su impulso della nuova normativa antiriciclaggio, stanno inoltre sviluppando nuove soluzioni per l'identificazione a distanza della clientela. Si illustrano di seguito nel dettaglio i risultati dell'indagine con riferimento alle principali soluzioni innovative adottate in ambito AML/CFT».

Dall'indagine emerge, altresì, l'orientamento degli intermediari a ricorrere allo sviluppo, a fronte di un sempre maggior numero di prodotti e servizi bancari e finanziari a distanza, di nuove modalità per l'identificazione e la verifica dei dati identificativi acquisiti a distanza, di cui si dirà meglio *infra*.

Per il momento si ritiene d'interesse evidenziare come, in base alle risultanze dell'indagine di che trattasi, gli intermediari, nel 2019, si stessero approcciando alla tematica dell'identificazione a distanza in maniera prudente e graduale, emergendo «dalle risposte fornite da 64 intermediari (...) che:

- Sei intermediari utilizzano i certificati per la generazione di firma digitale, rilasciati da enti accreditati presso l'AGID, per l'identificazione della clientela. Benché si rilevi un'ampia diffusione della possibilità di firmare a distanza la contrattualistica attraverso firme digitali regolamentate, l'acquisizione del certificato viene generalmente considerato uno strumento ulteriore rispetto alle ordinarie modalità per la verifica dell'identità a distanza (ad esempio il bonifico a valere su un conto corrente del cliente);
- Soltanto 4 intermediari impiegano procedure alternative di riconoscimento a distanza, che prevedono: i) l'iniziale trasmissione da parte del cliente di una propria foto o di un proprio video, nella quale il cliente si mostra in possesso del documento d'identità di cui ha trasmesso copia o, nel caso del video, pronuncia una parola suggerita dal sistema; ii) la successiva verifica manuale delle informazioni trasmesse.
- Nessuno intermediario, infine, si avvale di modalità di identificazione basate su identità digitali regolamentate (ad esempio la SPID) né impiega sistemi automatizzati di riconoscimento biometrico per iden-

tificare la clientela a fini antiriciclaggio»⁰³.

Come si avrà modo di osservare in seguito, nel periodo a venire si è assistito ad un'accelerazione esponenziale dei fenomeni di digitalizzazione.

Avuto riguardo al quadro normativo relativo ai fenomeni suindicati, spunti di rilievo si colgono nella "Guida all'identità digitale" pubblicata dal GAFI-FATF⁰⁴ il 6 marzo 2020 con lo scopo di orientare, nel-

⁰³ Va segnalata, a fini comparativi, quanto riportato nello svolgimento del Webinar "Adeguata verifica a distanza: nuove Linee guida EBA" (organizzato dalla rivista "DB Non solo Diritto Bancario"), svoltosi lo scorso 7 febbraio 2023, in modalità telematica, da M. STELLIN, Partner, Governance Risk & Compliance di KPMG Advisory S.p.A., circa un'indagine, condotta dalla medesima KPMG S.p.A., relativamente ai benchmark rilevati sulle principali soluzioni di *remote onboarding* con riguardo ad un campione di 8 Player di cui: a) sei banche (tre "significant" e tre "less significant"); b) un'Assicurazione; c) un Istituto di Pagamento. Segnatamente viene riportato come: a) due dei Player prevedano «1. Accesso Portale web/Area riservata; 2. Identificazione tramite SPID/CIE; 3. Sottoscrizione documentazione con firma digitale tramite OTP. Per i soli clienti privi di identità digitale o Firma Elettronica Qualificata (FEQ): 1. Accesso Portale web/Area riservata; 2. Acquisizione del documento di identità e del video-selfie online; 3. Verifica identità tramite Liveness check (verifica biometrica del volto del cliente rispetto alla foto presente sul documento caricato dallo stesso); 4. Sottoscrizione documentazione con firma digitale tramite OTP»; b) altri due Player «1. Accesso Portale web/Area riservata; 2. Acquisizione documentazione online; 3. Sottoscrizione documentazione con firma digitale tramite OTP»; c) un Player «1. Accesso Portale web/Area riservata; 2. Acquisizione documento di identità online e verifica degli stessi attraverso strumenti OCR; 3. Acquisizione di un selfie e scansione di un QR Code da parte del cliente; 4. Verifica numero di telefono (con supporto codice OTP) e richiesta di una transazione bancaria; 5. Sottoscrizione documentazione con firma digitale tramite OTP»; d) un Player «1. Accesso Portale Web o contatto tramite Phone banking; 2. Acquisizione informazioni rilevanti; 3. Sottoscrizione documenti tramite firma digitale; 4. Invio documentazione all'intermediario tramite posta elettronica certificata (PEC). Per i soli clienti privi di firma digitale: 1. Accesso Portale Web e compilazione del Form online; 2. Invio della documentazione tramite posta elettronica certificata (PEC); 3. Identificazione tramite videochiamata; 4. Sottoscrizione documentazione con firma digitale tramite OTP»; e) un Player «1. Accesso Portale Web o contatto tramite Phone banking; 2. Acquisizione informazioni rilevanti; 3. Sottoscrizione documenti tramite firma digitale; 4. Invio documentazione all'intermediario tramite posta elettronica certificata (PEC)»; f) un Player «1. Accesso al Portale Web; 2. Acquisizione documentazione online; 3. Esecuzione di un bonifico bancario o video identificazione; 4. Sottoscrizione della documentazione con firma digitale tramite OTP». In aggiunta, nella presente indagine, si osserva anche come «Dalle analisi di benchmark si rileva la tendenza degli intermediari a valutare l'implementazione nei processi di adeguata verifica a distanza di: a) servizi fiduciari e servizi di identificazione nazionale (SPID e CIE); b) sistemi di video identificazione anche tramite l'utilizzo di video selfie».

⁰⁴ Si rammenta che il GAFI/FATF (Groupe d'action financière/Financial action task force) – quale organizzazione intergovernativa fondata nel 1989 su iniziativa del G7 con il precipuo scopo di elaborare e promuovere strategie di contrasto al riciclaggio dei capitali di origine illecita e, a seguito degli attacchi dell'11/09/2001, anche di prevenzione del finanziamento al terrorismo nonché, dal 2008, di contrasto del finanziamento della proliferazione di armi di distruzione di massa – ha, quali compiti principali, di: a) stabilire standard e promuovere un'efficace attuazione delle misure legali, regolamentari e operative per combattere il riciclaggio di denaro, il finanziamento del terrorismo, nonché altre minacce connesse all'integrità del sistema finanziario internazionale; b) elaborare raccomandazioni riconosciute a livello internazionale per l'efficace contrasto delle attività finanziarie illecite; c) analizzare le tecniche e l'evoluzione dei fenomeni in esame; d) valutare e monitorare i sistemi nazionali; e) individuare i Paesi con lacune strategiche nei loro sistemi di AML/CFT (Anti Money Laundering e Combating

lo scenario dei principi contenuti nelle 40 Raccomandazioni e in particolare nella Raccomandazione n. 10⁰⁵, i Governi, i soggetti obbligati e le altre entità interessate, tra cui anche i fornitori di servizi di identità digitale, nella direzione di un migliore e più consapevole utilizzo dell'identificazione digitale nell'ambito dello svolgimento delle procedure di adeguata verifica della clientela⁰⁶.

Financing of Terrorism) e fornire al settore finanziario elementi utili per le analisi del rischio da esso condotte. Attesa la rilevanza, nel panorama internazionale, globalmente riconosciuta al GAFI/FATF - costituito da 37 membri, rappresentanti di stati ed organizzazioni regionali, nonché, seppure con la sola qualifica di osservatori, da rilevanti organismi finanziari internazionali e del settore (tra i quali ONU, FMI, Banca mondiale, BCE, Europol, Egmont, Moneyval) - gli stessi Ministri del GAFI/ FATF, in data 12 aprile 2019, hanno, a Washington D.C., approvato il nuovo mandato dell'Organizzazione, estendendone l'applicabilità con durata indeterminata, con l'obiettivo di intensificare gli sforzi volti a tutelare l'integrità e la trasparenza del sistema finanziario internazionale.

05 Le Raccomandazioni emanate dal GAFI/FATF rientrano, come noto, nella categoria degli atti di c.d. *Soft Law*, i quali, seppur privi di efficacia vincolante (*id est*: di immediata cogenza) nei confronti dei destinatari con conseguente assenza di sanzione in caso di loro violazione, presentano tuttavia [per via dell'autorevolezza della Fonte e degli incisivi (quanto "persuasivi") strumenti di "pubblicizzazione" delle proprie determinazioni e dei risultati di indagine ed ispettivi) carattere di forte *moral suasion* e *soft obligation* nei confronti dei destinatari: in altre parole le Raccomandazioni, anche se privi di una vera e propria vincolatività giuridica *strictu sensu*, generano comunque una condizione di subordinazione, tale da condurre i legislatori a tradurle in tradizionali strumenti legislativi/regolamentare di *hard law*.

06 Il GAFI, infatti, sottolinea al riguardo quanto segue. «*Deve essere fatto divieto alle istituzioni finanziarie di tenere conti anonimi o conti intestati a nominativi manifestamente fittizi. Le istituzioni finanziarie devono essere obbligate ad adottare misure di adeguata verifica del cliente allorché: (i) instaurano un rapporto d'affari; (ii) eseguono operazioni occasionali: (i) superiori alla soglia designata applicabile (USD/EUR 15.000); o (ii) sotto forma di bonifico nelle circostanze descritte nella Nota Interpretativa alla Raccomandazione 16; (iii) vi è sospetto di riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo; o (iv) l'istituzione finanziaria ha dubbi sulla veridicità o sull'adeguatezza dei dati precedentemente ottenuti ai fini dell'identificazione del cliente. Il principio secondo cui le istituzioni finanziarie sono tenute agli obblighi di adeguata verifica del cliente deve essere prescritto dalla legge. Ciascun Paese può determinare le modalità di adempimento degli specifici obblighi di adeguata verifica del cliente tramite leggi o atti vincolanti. Gli adempimenti di adeguata verifica del cliente consistono nelle seguenti attività: (a) Identificare il cliente e verificarne l'identità sulla base di documenti, dati o informazioni ottenuti da fonte affidabile e indipendente. (b) Identificare il titolare effettivo e adottare misure ragionevoli per verificarne l'identità, affinché l'istituzione finanziaria possa essere certa di sapere chi è il titolare effettivo. Per le persone giuridiche e i negozi giuridici di natura fiduciaria, ciò deve implicare che le istituzioni finanziarie conoscano la proprietà e la struttura di controllo del cliente. (c) Comprendere e, se del caso, ottenere informazioni sullo scopo e sulla natura del rapporto d'affari. (d) Svolgere un controllo costante del rapporto d'affari ed un'analisi accurata delle transazioni eseguite nel corso dell'intera durata di tale rapporto, al fine di garantire che le transazioni in fase d'esecuzione siano compatibili con le informazioni in possesso dell'istituzione finanziaria circa il proprio cliente, le sue attività e il profilo di rischio, ivi inclusa, ove necessario, l'origine dei fondi. Le istituzioni finanziarie devono essere obbligate ad osservare ciascuna delle misure di adeguata verifica del cliente di cui alle lettere (a)-(d), ma devono stabilire l'estensione di tali misure sulla base della valutazione del rischio specifico conformemente alle Note Interpretative di questa Raccomandazione e della Raccomandazione 1. Le istituzioni finanziarie devono essere obbligate a verificare l'identità del cliente e del titolare effettivo prima o al momento dell'instaurazione di rapporti d'affari o 14 dell'esecuzione di transazioni nel caso di clienti occasionali. I Paesi possono autorizzare le istituzioni finanziarie a completare tali verifiche non appena ragionevolmente possibile dal momento dell'instaurazione del rapporto d'affari, sempre che i rischi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo siano efficacemente gestiti e nell'ipotesi che ciò sia essenziale per non interrompere il regolare svolgimento dell'attività. Ove non sia in grado di adempiere agli obblighi di cui alle summenzionate lettere (a)-(d) (la cui estensione*

All'interno della "Guida", il GAFI/FATF, a dimostrazione della significatività di tali nuovi fenomeni, quantifica i pagamenti digitali in una percentuale del 12,7% dell'ammontare globale delle transazioni e stima che, entro la fine del 2022, il 60% del PIL mondiale sarà digitalizzato.

Di qui l'indicazione, da parte del predetto Organismo, di individuare *standard* adeguati che consentano di utilizzare sistemi di identificazione digitale in linea tanto con gli *standard* normativi di garanzia statunitensi sull'identità digitale emanati dallo *US National Institute of Standards and Technology* (NIST)⁰⁷, quanto con gli *standard* di cui al Regolamento UE 2014/910 "in materia di identificazione elettronica e servizi fiduciari per le transazioni elettroniche nel mercato interno e che abroga la direttiva 1999/93/CE".

Il GAFI/FATF, nella circostanza, rileva, tuttavia, come l'utilizzo di sistemi di identificazione digitale finalizzati al controllo dell'identità e/o all'autenticazione del cliente possano esporre l'intermediario a plurimi profili di rischio, quali quelli derivanti da potenziali attacchi informatico-cibernetici o da furti di identità, in tale ultimo caso al fine di poter trasferire fondi celando l'effettivo beneficiario economico, rendendo, in tal modo, l'utilizzo dei pagamenti elettronici, in termini di tracciabilità, del tutto analogo a quello del contante.

Il GAFI/FATF raccomanda, quindi, l'uso di sistemi d'identificazione digitale sicuri, tali, per un verso, da assicurare l'identificazione e la verifica del cliente nel momento dell'instaurazione del rapporto o della prestazione professionale, essenziali per supportare efficacemente le procedure di *Customer Due Diligence* (CDD), per altro verso, da favorire l'inclusione finanziaria, sì da consentire l'accesso al settore finanziario regolamentato di coloro che, attualmente, risultano esclusi da una molteplicità di servizi finanziari: secondo le stime contenute nel Documento infatti, circa 1,7 miliardi di persone sono oggi escluse dall'accesso a tali servizi ed il 26% di esse non ha la possibilità di accedervi proprio in ragione dell'ostacolo rappresentato dalla mancanza di adeguata documentazione.

è suscettibile di opportune modifiche in maniera proporzionale al rischio specifico associato), l'istituzione finanziaria deve essere obbligata a: non accendere il conto; non instaurare il rapporto d'affari o non eseguire l'operazione; oppure deve essere obbligata a: porre termine al rapporto d'affari; e valutare la necessità di effettuare una segnalazione di operazione sospetta in relazione al cliente. Tali obblighi devono essere applicati a tutti i nuovi clienti, sebbene le istituzioni finanziarie debbano altresì applicare questa Raccomandazione ai clienti preesistenti in base alla rilevanza e al rischio, e devono adempiere agli obblighi di adeguata verifica del cliente nell'ambito dei rapporti preesistenti al momento opportuno».

07 The NIST 800-63 Digital Identity Guidelines consists of a suite of documents: NIST SP 800- 63-3 Digital Identity Guidelines (Overview); NIST SP 800-63A: Digital Identity Guidelines: Enrollment and Identity Proofing; NIST SP 800-63B Digital Identity Guidelines: Authentication and Life Cycle Management; and NIST SP 800-63C, Digital Identity Guidelines: Federation and Assertions

Di qui la necessità, segnalata dalla "Guida", affinché le autorità governative procedano all'elaborazione di linee guida e regolamenti che permettano l'utilizzo di sistemi di identificazione digitale rispondenti ai requisiti già esistenti e richiesti nell'ambito dell'adeguata verifica della clientela nonché dalla *Customer Due Diligence* e l'auspicio, altresì, che alla luce della Raccomandazione n. 2⁰⁸, possa darsi luogo a forme di cooperazione e coordinamento con altre autorità competenti in modo da assicurare che i sistemi di identificazione digitale siano compatibili con l'altrettanta avvertita necessità di protezione dei dati e con le regole sulla privacy⁰⁹.

Il GAFI/FAFT infine è dell'opinione che, nonostante gli *standard* indicati nella "Guida" vincolino esclusi-

08 Precisa a tale riguardo la Guida: «I Paesi devono disporre di politiche nazionali antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo che tengano conto dei rischi individuati e siano periodicamente riviste. I Paesi devono altresì istituire un'autorità, avere un coordinamento o un altro meccanismo simile che si assuma la responsabilità di tali politiche. I Paesi devono garantire che i responsabili dell'elaborazione di tali politiche, l'Unità d'Informazione Finanziaria (UIF), le forze dell'ordine, le autorità di vigilanza e le altre autorità competenti interessate, sia a livello di elaborazione delle politiche sia a livello operativo, dispongano di meccanismi efficaci che consentano loro di cooperare e, ove necessario, di coordinarsi a livello nazionale per lo sviluppo e l'implementazione di politiche e attività volte a contrastare il riciclaggio, il finanziamento del terrorismo e il finanziamento della proliferazione di armi di distruzione di massa».

09 A tal riguardo, anticipando quanto si dirà più approfonditamente *infra* sub par. 3, si ritiene d'interesse segnalare quanto dichiarato da Ginevra Cerrina Feroni, vice Presidente del Garante per la protezione dei dati personali, a "Key4biz" il 14 febbraio 2023, in relazione al rapporto intercorrente tra le tecniche di Intelligenza Artificiale - di cui, lato *sensu*, fanno parte anche i sistemi di rilevazione dati a distanza (es. algoritmi di acquisizione ed elaborazione di dati biometrici) - e la tutela dei dati personali. La vice Presidente afferma, a tale riguardo, che (i) «(s)in dai primi tentativi di applicazione delle tecnologie d'intelligenza artificiale ai trattamenti di dati personali, il Garante ha compreso il rischio rappresentato dall'esposizione delle persone fisiche (e delle loro vite) a processi di decisione automatizzata basati sulla lettura e l'elaborazione algoritmica di dati, ma anche di meta-dati. Già nella vigenza del Codice pre-novella del 2018 il Garante si era espresso su trattamenti di analisi comportamentale degli utenti di siti commerciali in base alle loro modalità di navigazione online, così come aveva bocciato un sistema di rating reputazionale che, attraverso un processo di data scraping in Rete, attribuiva punteggi e stilava classifiche dei soggetti interessati. Come pure aveva vietato un sistema di lettura biometrica che, montato su totem pubblicitari, registrava sesso, range di età, distanza dal monitor e tempo di permanenza dinanzi ad esso dei passanti che s'imbattevano o s'intrattenevano a guardare uno degli spot proiettati, in modo da calcolare la fascia d'età, il sesso, il grado di attenzione e persino la stima dell'espressione facciale mostrata da differenti target commerciali rispetto ai vari prodotti pubblicizzati. Di fatto il Garante stava già consacrando il principio che di lì a poco sarebbe stato enunciato a chiare lettere dall'art. 22 del GDPR, ovvero il diritto dell'interessato a non essere soggetto ad una decisione basata unicamente su di un trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che abbia il potere di produrre effetti giuridicamente rilevanti o, comunque, parimenti significativi sulla sua sfera di vita (si pensi alla concessione di un mutuo, alla definizione di una polizza assicurativa, ad una diagnosi clinica)» (ii) e che «(n)el 2021, dopo la Risoluzione del Parlamento europeo sull'intelligenza artificiale, con la presentazione del Regolamento sull'Intelligenza artificiale si è compiuto un passaggio decisivo. L'innovatività non sta solo nell'essere la prima normativa a livello sovranazionale a disciplinare in modo organico l'IA, ma nel sottendere una scelta importante sia in termini regolatori, sia politici che assiologici. La bozza di Regolamento, infatti, implica il tentativo di rimodulare il perimetro del tecnicamente possibile sulla base di quello che si ritiene giuridicamente ed eticamente accettabile».

vamente i soggetti obbligati, essi, comunque, dovranno rappresentare un punto di riferimento anche per i fornitori di servizi di identificazione digitale (*Digital ID Service Providers*), posto che essi, nel fornire i propri sistemi alle entità regolamentate, dovranno, inevitabilmente, essere tenuti ad adeguarsi ai requisiti di *Customer Due Diligence* previsti dalle normative antiriciclaggio, al fine di garantire idonei livelli di garanzia per la verifica dell'identità e l'autenticazione del cliente.

1. L'impianto AML/CFT ed i suoi capisaldi: l'"adeguata verifica" e la "segnalazione di operazione sospetta"

Nell'ordinamento italiano l'impianto AML/CFT, recependo principi e regole sanciti in ambito internazionale, trova il suo documento cardine nel d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 recante *"Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione"*, nel quale si chiarisce, attraverso le disposizioni di cui all'art. 2, commi 2 e 3, la stretta relazione esistente tra l'attività di prevenzione (e contrasto) di matrice amministrativo-finanziaria [per la quale, nello stesso decreto, vengono dettate «misure volte a tutelare l'integrità del sistema economico e finanziario e la correttezza dei comportamenti degli operatori tenuti alla loro osservanza» (art. 2, comma 2)] e l'attività, di matrice investigativo-giudiziaria, di «*repressione dei reati di riciclaggio*¹⁰,

¹⁰ Occorre ricordare come l'impianto poliedrico di prevenzione e contrasto e di repressione trovi la propria fonte, sul piano nazionale, in due distinte - sebbene in parte complementari e anche sovrapponibili - definizioni del termine "riciclaggio", l'una, molto articolata, enunciata nell'art. 2, comma 4, del d.lgs. in esame, volta ad avere rilievo sul piano dell'attività di prevenzione (e contrasto) di cui al decreto medesimo, presidiata (quasi interamente) da sanzioni amministrative pecuniarie, l'altra (in senso ampio), anch'essa articolata, prevista dagli artt. 648-bis ("Riciclaggio"), 648-ter ("Impiego di denaro, beni o utilità di provenienza illecita"), e 648-ter 1 ("Autoriciclaggio"), secondo le quali, rispettivamente:

in ambito amministrativo

a) «Ai fini di cui al comma 1, s'intende per riciclaggio: a) la conversione o il trasferimento di beni, effettuati essendo a conoscenza che essi provengono da un'attività criminosa o da una partecipazione a tale attività, allo scopo di occultare o dissimulare l'origine illecita dei beni medesimi o di aiutare chiunque sia coinvolto in tale attività a sottrarsi alle conseguenze giuridiche delle proprie azioni; b) l'occultamento o la dissimulazione della reale natura, provenienza, ubicazione, disposizione, movimento, proprietà dei beni o dei diritti sugli stessi, effettuati essendo a conoscenza che tali beni provengono da un'attività criminosa o da una partecipazione a tale attività; c) l'acquisto, la detenzione o l'utilizzazione di beni essendo a conoscenza, al momento della loro ricezione, che tali beni provengono da un'attività criminosa o da una partecipazione a tale attività; d) la partecipazione ad uno degli atti di cui alle lettere a), b) e c) l'associazione per commettere tale atto, il tentativo di perpetrarlo, il fatto di aiutare, istigare o consigliare qualcuno a commetterlo o il fatto di agevolare l'esecuzione»; a cui deve aggiungersi la previsione, contenuta nel successivo art. 2, comma 5, in cui si precisa che il "riciclaggio" «e' considerato tale anche se le attività che hanno generato i beni da riciclare si sono svolte fuori dai confini nazionali. La conoscenza, l'intenzione o la finalità, che debbono costituire un elemento delle azioni di cui al comma 4, possono essere dedotte da circostanze di fatto obiettive»;

in ambito penale

di quelli ad esso presupposti e dei reati di finanziamento del terrorismo¹¹».

b) «Fuori dei casi di concorso nel reato, chiunque sostituisce o trasferisce denaro, beni o altre utilità provenienti da delitto; ovvero compie in relazione ad essi altre operazioni, in modo da ostacolare l'identificazione della loro provenienza delittuosa, è punito (...)»;

c) «Chiunque, fuori dei casi di concorso nel reato e dei casi previsti dagli articoli 648 e 648-bis, impiega in attività economiche o finanziarie denaro, beni o altre utilità provenienti da delitto, è punito (...)»

d) «(...) chiunque, avendo commesso o concorso a commettere un delitto, impiega, sostituisce, trasferisce, in attività economiche, finanziarie, imprenditoriali o speculative, il denaro, i beni o le altre utilità provenienti dalla commissione di tale delitto, in modo da ostacolare concretamente l'identificazione della loro provenienza delittuosa».

Va sottolineato come, in nome di una più efficace lotta in materia di ML/FT, sia stato ampliato, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. d) n. 1 e f) n. 1 del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 195, recante "Attuazione della direttiva (UE) 2018/1673 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2018, sulla lotta al riciclaggio mediante diritto penale", il novero dei reati presupposto, al fine di espandere lo spettro di configurabilità delle ipotesi delittuose contemplate dagli artt. 648-bis e 648-ter 1 c.p.; ciò è accaduto attraverso la soppressione delle disposizioni che prevedevano la necessità, quale reato presupposto, di un delitto esclusivamente doloso (*rectius* "non colposo"), lasciando così spazio all'introduzione anche di ipotesi di riciclaggio ed autoriciclaggio derivanti da delitti di natura colposa.

Sempre in tale contesto, si segnala come lo stesso d.lgs. 195/2021, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. d) n. 2 ed f) n. 2, abbia integrato gli artt. 648-bis e 648-ter 1, introducendo ad entrambi un comma 2 che prevede la configurabilità di tali illeciti penali anche ove il reato presupposto non sia un delitto, bensì una contravvenzione.

Giova evidenziare come le citate fattispecie astratte, sia amministrative sia penali, lungi dal semplificare l'applicazione degli istituti contemplati dal d.lgs. n. 231/2007, finiscano invece, per un verso, per duplicare il quadro normativo a cui fare riferimento ai fini della nozione di riciclaggio, per altro verso, a non avere soltanto rilievo puramente definitorio-terminologico, posto che la nozione di riciclaggio di cui al d.lgs. 231/2007, quale immediato parametro per l'applicazione delle previsioni in materia di segnalazione di operazione sospetta, va ad inserirsi all'interno della cornice normativa sanzionatoria pecuniaria di cui alla legge 689/1981, mentre quella di cui al codice penale va ad inserirsi nell'omologo sistema sanzionatorio, per ciascuno dei quali, come noto, vigono regole diverse, specie in ordine alla qualificazione dell'elemento soggettivo dell'autore, necessario ai fini della configurazione delle due diverse ipotesi di responsabilità. Se da un lato, infatti, ai sensi dell'art. 3 l. 689/1981, è sufficiente l'elemento soggettivo rappresentato almeno dalla colpa, affinché sia astrattamente configurabile l'illecito amministrativo, dall'altro, rientrando il reato di riciclaggio nella categoria dei "delitti", è necessario, per la sua configurabilità, che si ravvisi in capo all'autore del fatto l'elemento soggettivo del dolo. A tale ultimo riguardo, si sottolinea come, nonostante alcune locuzioni delle summenzionate fattispecie penalistiche possano indurre, *prima facie*, a ritenere che debba rinvenirsi, ai fini della configurazione dell'illecito penale, l'elemento soggettivo del dolo specifico, la Suprema Corte ha, invece, in più occasioni affermato che, per la giuridica esistenza del reato di riciclaggio, debba ritenersi sufficiente la mera presenza del dolo generico (cfr., *ex multis*, Cass., Sez. IV Pen., 30.1. 2007, n. 6350; Cass., Sez. VI Pen., 18.12. 2007, n. 16980; Cass., Sez. VI Pen., 4.4.2018, n. 38607). In merito alla rilevanza della distinzione tra le due fattispecie di riciclaggio, amministrativa e penale, si segnala quanto sancito dalla Corte di Giustizia, Grande Sezione, con la sentenza del 20.3. 2018 (cause riunite C-596/16 e C-597/16), la quale, in applicazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta dei Diritti fondamentali dell'Unione Europea, ha ritenuto che un procedimento sanzionatorio amministrativo pecuniario avente ad oggetto una sanzione di natura "sostanzialmente penale" non possa essere proseguito ove intervenga, con riguardo alla medesima fattispecie fattuale, una sentenza penale definitiva di condanna o di assoluzione.

¹¹ La condotta - riprendendo pedissequamente quanto contenuto nell'art 1, comma 1, lett. d), del d.lgs. 22 giugno 2007, n. 109, recante "Misure per prevenire, contrastare e reprimere il finanziamento del terrorismo e l'attività dei Paesi che minacciano la pace e la sicurezza internazionale, in attuazione della direttiva 2005/60/CE" - viene definita dall'art. 2, comma 6, del d.lgs. 231/2007, ai sensi del quale «Ai fini di cui al comma 1, s'intende per finanziamento del terrorismo qualsiasi attività diretta, con ogni mezzo, alla fornitura, alla raccolta, alla provvista, all'intermediazione, al deposito, alla custodia o all'erogazione, in qualunque modo realizzate, di fondi e risorse economiche, direttamente

L'ampia gamma funzionale di siffatte attività [*id est*: di prevenzione e (contrasto) e, altresì, di repressione], unitamente all'ampiezza planetaria dei fenomeni in questione (*id est*: di riciclaggio, finanziamento del terrorismo e dei programmi di proliferazione di armi di distruzione di massa), impongono, a fini di efficacia, la presenza, anzitutto, di una solida ed articolata architettura di vigilanza, che, in collaborazione e cooperazione con le autorità investigativo-giudiziarie, garantisca, al di là degli schemi nazionali, un'efficace azione di prevenzione/contrasto/repressione sui diversi piani internazionale, sovranazionale e nazionale caratterizzata, in uno, da continuità ed omogeneità normativa e operativa.

Di qui la creazione di sistemi e reti (aventi matrice amministrativo-finanziario) di Autorità, di vigilanza e non, sia a livello internazionale (quali, a titolo esemplificativo, il già citato GAFI/FATF, il *Gruppo Egmont*¹²

o indirettamente, in tutto o in parte, utilizzabili per il compimento di una o più' condotte, con finalita' di terrorismo secondo quanto previsto dalle leggi penali cio' indipendentemente dall'effettivo utilizzo dei fondi e delle risorse economiche per la commissione delle condotte anzidette».

¹² Il *Gruppo Egmont* - quale organismo globale delle *Financial Intelligence Unit* (FIU) costituito nel 1995 con lo scopo di supportare le prassi operative e la collaborazione a livello internazionale - conta più di 150 FIU aderenti; esso: a) gestisce e sviluppa la rete protetta denominata *Egmont Secure Web* (ESW) utilizzata dalle FIU per lo scambio di informazioni operative; b) promuove lo sviluppo delle FIU; c) ne stimola la collaborazione e il reciproco scambio di informazioni e conoscenze relative a casi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo; d) elabora *standard* e pratiche comuni; e) favorisce la creazione di nuove FIU in paesi che ne sono privi fornendo anche il necessario supporto di natura tecnica. Il *Gruppo Egmont* nel corso del 2015, al fine di meglio far fronte alla minaccia terroristica globale, ha avviato lo sviluppo di un progetto finalizzato ad approfondire le modalità di finanziamento dell'autoproclamato Stato Islamico (ISIS/ISIL) e dei comportamenti finanziari associati ai *foreign terrorist fighters*, a tracciare i profili dell'attività finanziaria dei *foreign terrorist fighters* e ad individuare le reti di supporto ad attività riconducibili all'ISIS/ISIL.

o Moneyval¹³), sia a livello sovranazionale (quali, tra le altre, le AEU¹⁴ e la costituenda AMLA¹⁵) sia, ancora,

¹³ Il *Moneyval* (*Select Committee of Experts on the Evaluation of Anti-Money Laundering Measures*) - istituito nel 1997 nell'ambito dello *European Committee on Crime Problems* del Consiglio d'Europa quale organo preposto alle politiche anticiclaggio nell'ambito del Consiglio d'Europa - svolge attività di *mutual evaluation* dei Paesi membri del Consiglio d'Europa, applicando, in tale quadro, gli standard e la Metodologia del GAFI/FATF.

¹⁴ Con tale acronimo si fa riferimento alle Autorità Europee di Vigilanza, nel cui novero si collocano la *European banking authority* (EBA), la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) e la *European Securities and Markets Authority* (ESMA); esse, a livello europeo, assolvono al compito, di fondamentale importanza, di redigere e pubblicare Orientamenti e Linee guida, aventi il fine di fornire indicazioni, nelle aree tematiche di rispettiva competenza, tanto alle Autorità di vigilanza nazionali, quanto ai singoli istituti creditizi o finanziari. Per quanto riguarda l'EBA, ma ciò riguarda anche le altre autorità, il potere di emanare Orientamenti viene riconosciuto espressamente dall'art. 8, paragrafo 2, lett. c), del Reg. Ue 2010/1093, a tenore del quale l'EBA ha il potere di «c) emanare orientamenti e formulare raccomandazioni secondo le modalità previste all'articolo 16». Il perimetro ed i contenuti di tale prerogativa si rinviengono, in particolare, nel paragrafo 1 dello stesso articolo, il quale afferma che l'EBA «a) contribuisce all'elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità, in particolare fornendo pareri alle istituzioni dell'Unione ed elaborando orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione basati sugli atti legislativi; b) contribuisce all'applicazione uniforme degli atti giuridicamente vincolanti dell'Unione (sottolineatura nostra), in particolare contribuendo ad una cultura comune della vigilanza, assicurando l'applicazione uniforme, efficiente ed efficace degli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, impedendo l'arbitraggio regolamentare, mediando e risolvendo controversie tra autorità competenti, assicurando una vigilanza efficace e coerente sugli istituti finanziari, garantendo il funzionamento uniforme dei collegi delle autorità di vigilanza e prendendo provvedimenti, anche in situazioni di emergenza». Per quanto concerne la vincolatività di tali atti giuridici, essi risultano avere natura di *soft law*; di qui - diversamente da quanto avviene per gli strumenti di *hard law* emanati dall'EBA, quali, ad esempio, la fissazione di *standard* tecnici di regolamentazione e attuazione vincolanti di cui all'art. 10 del già menzionato Reg. Ue 2010/1093 (cfr. D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Gennaio-Marzo 2023, pag. 36 ss.) - l'applicazione di quanto sancito dall'art. 16, paragrafo 3, del Reg. 2010/1093, secondo cui «Le autorità e gli istituti finanziari competenti compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni. Entro due mesi dall'emanazione di un orientamento o di una raccomandazione, ciascuna autorità nazionale di vigilanza competente conferma se è conforme o intende conformarsi all'orientamento o alla raccomandazione in questione. Nel caso in cui un'autorità competente non sia conforme o non intenda conformarsi, ne informa l'Autorità motivando la decisione. L'Autorità pubblica l'informazione secondo cui l'autorità competente non è conforme o non intende conformarsi agli orientamenti o alla raccomandazione. L'Autorità può anche decidere, caso per caso, di pubblicare le ragioni fornite da un'autorità competente riguardo alla mancata conformità all'orientamento o alla raccomandazione in questione. L'autorità competente riceve preliminarmente comunicazione di tale pubblicazione. Ove richiesto dall'orientamento o dalla raccomandazione in questione, gli istituti finanziari riferiscono, in maniera chiara e dettagliata, se si conformano all'orientamento o alla raccomandazione in parola». Gli orientamenti pertanto - pur apparendo (almeno formalmente) privi del carattere di cogenza, atteso che le autorità possono, secondo il dettato normativo appena richiamato, decidere, "motivando la decisione", di "non conformarsi" - acquistano, per prassi istituzionale, il requisito della cogenza, sebbene successivamente allo loro adozione, a seguito, come richiesto, del loro recepimento da parte di specifico atto emanato dall'Autorità nazionale competente.

¹⁵ E' l'acronimo della *Anti Money Laundering Authority* (AMLA) che, a breve, rappresenterà il vertice, in chiave europea, di un sistema integrato di controllo costituito da una rete di autorità di vigilanza nazionali AML/CFT in regime di cooperazione e scambio di informazioni. Nel dettaglio, la costituenda Autorità europea dovrà: a) emanare modelli vincolanti per la segnalazione di operazioni sospette; b) gestire la rete di comunicazione sicura tra le UIF (*Fiu.net*) e l'EBA; c) vigilare, secondo il già collaudato sistema di vigilanza europeo adottato in materia di

a livello nazionale¹⁶ e, correlativamente, di Autorità Investigative (a cui si affiancano quelle Giudiziarie)

vigilanza prudenziale per le banche, su un determinato numero di soggetti valutati tanto a seconda del numero di Stati membri in cui operano (almeno sette per gli enti creditizi e almeno dieci per gli altri enti finanziari), quanto in relazione al profilo di rischio intrinseco dell'ente nei diversi Stati, ed il cui elenco varierà ogni 3 anni, a partire dal 2025; d) irrogare sanzioni nei confronti dei soggetti vigilati che risultino essere inadempienti; e) monitorare le autorità di vigilanza nazionale e coordinare le azioni di controllo, attraverso l'istituzione della succitata rete di relazioni, di cui è vertice. L'AMLA, di cui si prevede la creazione nel 2023, entrerà a pieno regime nel 2026 ed avrà un presidente e un direttore esecutivo responsabile della gestione. Il presidente rappresenterà l'Autorità e dirigerà i due organi direttivi collegiali: a) il Comitato Esecutivo, composto dal presidente dell'Autorità e da cinque membri indipendenti permanenti; b) il Consiglio Generale, che avrà due composizioni alternative: una di vigilanza con i direttori delle Autorità pubbliche responsabili della supervisione AML e una con i direttori delle UIF degli Stati membri. Proprio in ragione del peculiare ruolo ricoperto dall'AMLA, non solo i suoi dipendenti dovranno possedere i requisiti di capacità, conoscenze e competenze, ma anche e soprattutto quelli di onorabilità, onestà ed integrità, i quali andranno valutati per svolgere efficacemente le proprie funzioni. La nuova Autorità eserciterà un duplice ruolo: a) di "Supervisione antiriciclaggio" quale "fulcro di un sistema integrato (...) composto dall'Autorità stessa e dalle autorità nazionali"; b) di supporto alle analisi e alla cooperazione delle FIU quale "Meccanismo" di coordinamento sovranazionale. Mentre nell'azione di Supervisione la nuova Autorità eserciterà anche competenze dirette ora attribuite alle autorità nazionali, viceversa, nell'attività di cooperazione delle FIU in ambito europeo, i compiti operativi resteranno radicati a livello nazionale; tale ultima circostanza mira, in particolare, a rafforzare l'efficacia delle Unità (FIU) dei singoli Paesi, dando impulso allo svolgimento di analisi congiunte, nei casi di particolare complessità, attraverso la definizione di contenuti, metodi e procedure di lavoro verso cui le FIU dovrebbero convergere.

16 Il d.lgs. 231/2007 descrive l'architettura normativo-istituzionale istituzionale in materia antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo, salvaguardando, in particolare, "(...) la separazione tra funzione politica e autorità tecniche e valorizzando la cooperazione istituzionale sia a livello domestico, sia internazionale. Il Ministro dell'economia e delle finanze è responsabile delle politiche di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. Al fine di dare attuazione a tali politiche, il Ministero dell'economia e finanze promuove la collaborazione tra la UIF, le Autorità di vigilanza di settore, gli ordini professionali e le forze di polizia, nonché tra soggetti pubblici e settore privato. (...)" Tra le autorità tecniche, a fianco della Banca d'Italia, della Consob dell'IVASS (quali Autorità di vigilanza di settore: cfr. art. 7), un ruolo centrale è assegnato all'Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (UIF), collocata presso la Banca d'Italia in posizione di autonomia e indipendenza (art. 6). «La UIF riceve e acquisisce informazioni riguardanti ipotesi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, principalmente attraverso le segnalazioni di operazioni sospette trasmesse da intermediari, professionisti e operatori non finanziari; effettua l'analisi finanziaria di dette informazioni, utilizzando l'insieme delle fonti e dei poteri di cui dispone e ne valuta la rilevanza ai fini della trasmissione al Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza-NSPV e alla Direzione Investigativa Antimafia-DIA, organi competenti per gli accertamenti investigativi(...) Le Autorità di vigilanza di settore (Banca d'Italia, Ivass, Consob) provvedono all'emanazione della regolamentazione di rispettiva competenza sui diversi aspetti della materia (adeguata verifica della clientela, conservazione dei dati, organizzazione, procedure e controlli interni) e sovrintendono al rispetto degli obblighi sanciti dalla normativa da parte dei soggetti vigilati, esercitando i connessi poteri sanzionatori. Le amministrazioni e gli organismi interessati presiedono alla verifica sul rispetto degli obblighi da parte dei soggetti non sottoposti al controllo delle autorità di vigilanza di settore» (cfr., sul punto, il sito web della UIF).

sia internazionali (quale, tra le altre, l'Interpol¹⁷) sia sovranazionali (quale, tra le le altre, l'Europol¹⁸) sia

17 «L'Organizzazione Internazionale di Polizia Criminale (OIPC - Interpol) assume l'attuale configurazione nel 1956, a seguito della formalizzazione della precedente Commissione Internazionale di Polizia Criminale che si riuniva in sessioni annuali, con il compito di: a) assicurare e sviluppare la più ampia assistenza reciproca tra le Autorità di polizia criminale, nel quadro delle leggi esistenti nei diversi Paesi e nello spirito della Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo; b) costituire e sviluppare ogni tipo di organismo in grado di contribuire efficacemente alla prevenzione ed alla repressione dei reati di diritto comune. Il funzionamento dell'Organizzazione è regolato dallo Statuto, contenente le norme basilari dell'OIPC, nonché dal Regolamento generale, che riguarda l'applicazione delle disposizioni statutarie. Interpol sviluppa una cooperazione internazionale che si basa su cinque principi fondamentali: a) della sovranità nazionale (art. 2 dello Statuto), secondo il quale ogni attività eseguita su richiesta di un Paese deve essere svolta nel rispetto della legislazione nazionale dello Stato richiesto. Ciò significa che la Polizia di uno Stato può non aderire alla richiesta se l'atto non previsto dalla normativa nazionale; b) del diritto comune (artt. 2 e 3 dello Statuto), in base al quale viene esclusa la cooperazione per quei reati che sono previsti esclusivamente in un ordinamento giuridico nazionale, ovvero abbiano carattere politico, religioso, razziale o militare; c) della universalità, per il quale la cooperazione viene attivata per il solo fatto che i due Stati aderiscono a OIPC; d) del carattere funzionale della cooperazione, che consente di dare luogo alla cooperazione a prescindere dalla collocazione amministrativa dell'organo richiedente; e) della strutturazione senza formalismi, per effetto del quale Interpol agisce senza la necessità di adottare provvedimenti o di redigere atti formali. Come si vede, lo Statuto intende conferire all'attività dell'OIPC la maggiore flessibilità ed estensione possibile, improntando tale tipo di cooperazione alla massima snellezza burocratica funzionalità rispetto all'obiettivo che essa si prefigge, cioè quello di agevolare l'attività al di fuori dei confini nazionali degli organismi che svolgono servizio di polizia. Interpol si articola su una struttura centrale con sede a Lione (Francia) ed una struttura periferica. Quest'ultima è rappresentata dagli Uffici Centrali Nazionali. In Italia tale unità è collocata in seno al Servizio per la Cooperazione Internazionale di Polizia, posto alle dipendenze della Direzione Centrale della Polizia Criminale. La 2^a e la 3^a Divisione del citato servizio sono appunto le strutture italiane di Interpol. Queste ultime, come l'intero Servizio, sono a composizione interforze, per cui l'Arma vi destina propri Ufficiali» (cfr., sul punto, il sito web del Ministero della Difesa).

18 «Il trattato sull'Unione europea (Maastricht, 7 febbraio 1992) dedica il Titolo VI alle "Disposizioni relative alla cooperazione nei settori della Giustizia e degli Affari Interni - G.A.I.", prevedendo all'art. 29 che la cooperazione di polizia, finalizzata alla prevenzione ed al contrasto contro il terrorismo ed il traffico di droga dovesse essere sviluppata da parte degli Stati membri attraverso lo scambio di informazioni in seno ad un Ufficio europeo di polizia (Europol). Sulla base di tale disposizione il Consiglio dell'Unione europea, nell'ambito delle competenze fissate dal Trattato di Maastricht relativamente alle materie del Titolo VI, in data 2 giugno 1993 fissava le linee guida dell'European Drugs Unit (EDU) e in data 10 marzo 1995 adottava l'Azione Comune 95/73/GAI, che attribuiva ad EDU compiti di scambio di informazioni tra gli organismi di polizia degli Stati membri e di analisi dei fenomeni criminali di cui all'art. 29 del Trattato, nonché in materia di traffico di materiale radioattivo e di autoveicoli, di immigrazione clandestina e di riciclaggio connesso con le citate attività illecite. Il 26 luglio 1995, gli Stati membri firmavano la Convenzione Europol che istituiva l'Ufficio europeo di polizia, entrata definitivamente in vigore nel luglio del 1999, a seguito della ratifica da parte di tutti i Paesi aderenti. Le funzioni di Europol, infine, sono state rafforzate dal nuovo testo del Trattato sull'Unione Europea (Amsterdam, 2 ottobre 1997) che, nel modificare il Titolo VI, conferisce al Consiglio il potere di promuovere la cooperazione internazionale attraverso l'Ufficio europeo di polizia» (cfr., sul punto, quanto riportato nel sito web del Ministero della Difesa).

nazionali (quali il Nucleo Speciale di Polizia Valutaria¹⁹ e le Direzioni Investigative Antimafia²⁰).

¹⁹ Ai sensi dell'art. 9, commi 1-6, del d.lgs. 231/2007, «(i) Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di finanza, nel quadro degli obiettivi e prioritari strategiche individuati annualmente dal Ministro dell'economia e delle finanze con la Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione, esegue i controlli sull'osservanza delle disposizioni di cui al

presente decreto da parte dei soggetti obbligati non vigilati dalle Autorità di vigilanza di settore nonché gli ulteriori controlli effettuati, in collaborazione con la UIF che ne richiama l'intervento a supporto dell'esercizio delle funzioni di propria competenza. 2. Al fine di garantire economicità ed efficienza dell'azione di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, il

Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di finanza può eseguire, previa intesa con le autorità di vigilanza di settore rispettivamente competenti, i controlli sui seguenti soggetti: a) istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica e relative succursali; b) punti di contatto centrale di cui all'articolo 1, comma 2, lettera ii); c) società fiduciarie e intermediari di cui all'albo previsto dall'articolo 106 TUB; d) soggetti eroganti micro-credito ai sensi dell'articolo 111 TUB e i confidi e gli altri soggetti di cui all'articolo 112 TUB; e) succursali insediate sul territorio della Repubblica di intermediari bancari e finanziari e di imprese assicurative aventi sede legale e amministrazione centrale in un altro Stato membro o in uno Stato terzo; f) intermediari assicurativi di cui all'articolo 109, comma 2, lettere a), b) e d), CAP, che operano nei rami di attività di cui all'articolo 2, comma 1, CAP; g) revisori legali e società di revisione legale con incarichi di revisione legale su enti di interesse pubblico o su enti sottoposti a regimi intermedio; h) soggetti che esercitano l'attività di custodia e trasporto di denaro contante e di titoli o valori a mezzo di guardie particolari giurate, in presenza della licenza di cui all'articolo 134 TULPS, salve le competenze in materia di pubblica sicurezza attribuite dal medesimo Testo Unico. 3. Il Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di finanza definisce la frequenza e l'intensità dei controlli e delle ispezioni in funzione del profilo di rischio, della natura e delle dimensioni dei soggetti obbligati e dei rischi nazionali e transfrontalieri di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. 4. Per le finalità di cui al presente articolo, il Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di finanza: a) effettua ispezioni e controlli anche con i poteri attribuiti al Corpo dalla normativa valutaria. I medesimi poteri sono attribuiti ai militari appartenenti ai reparti della Guardia di finanza ai quali il Nucleo speciale di polizia valutaria delega le ispezioni e i controlli; ((a-bis) acquisisce, anche attraverso le ispezioni e i controlli di cui ai commi 1 e 2, dati e informazioni presso i soggetti obbligati); ((b) con i medesimi poteri di cui alla lettera a), svolge gli approfondimenti investigativi delle informazioni ricevute ai sensi dell'articolo 13 e delle segnalazioni di operazioni sospette trasmesse dalla UIF ai sensi dell'articolo 40.)) 5. Ferme restando le competenze del Nucleo speciale di polizia valutaria di cui al comma 4, la Guardia di finanza: a) accerta e contesta, con le modalità e nei termini di cui alla legge 24 novembre 1981, n. 689, ovvero trasmette alle autorità di vigilanza di settore le violazioni degli obblighi di cui al presente decreto riscontrate nell'esercizio dei suoi poteri di controllo; b) espleta le funzioni e i poteri di controllo sull'osservanza delle disposizioni di cui al presente decreto da parte dei soggetti convenzionati e agenti di cui all'articolo 1, comma 2, lettera nn), nonché da parte dei distributori ed esercenti di gioco, ivi compresi quelli di prestatori di servizi di gioco con sede legale e amministrazione centrale in altro Stato comunitario, che operano sul territorio della Repubblica italiana. 6. Per l'esercizio delle attribuzioni di cui al presente articolo, il Nucleo speciale di polizia valutaria ha accesso: a) ai dati contenuti nella sezione dell'anagrafe tributaria di cui all'articolo 7, commi 6 e 11 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, 605, come modificato dall'articolo 37, comma 4, del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248; b) alle informazioni sul titolare effettivo di persone giuridiche e trust espressi, contenute in apposita sezione del registro delle imprese, ai sensi dell'articolo 21 del presente decreto. ((b-bis) ai dati e alle informazioni contenute nell'anagrafe immobiliare integrata di cui all'articolo 19 del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122)».

²⁰ Ai sensi dell'art. 8, comma 1, del d.lgs. 231/2007, «(n) nell'esercizio delle competenze e nello svolgimento delle funzioni di coordinamento delle indagini e di impulso investigativo ad essa attribuite dalla normativa vigente, la Direzione nazionale antimafia ed antiterrorismo: a) riceve tempestivamente dalla UIF per il tramite del Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di Finanza ovvero, per quanto attinente alle segnalazioni relative alla criminalità organizzata, per il tramite della Direzione investigativa antimafia, i dati attinenti alle segnalazioni di

L'impianto nazionale antiriciclaggio ed antiterrorismo, alla luce del principio dell'"approccio basato sul rischio", si articola, sostanzialmente, nelle due macroaree – costituenti le facce di una stessa medaglia – rappresentate:

1. dalle procedure di "adeguata verifica" della clientela;
2. dal sistema delle "segnalazioni di operazione sospetta" (SOS).

È evidente, d'altra parte, come la prima di dette macroaree sia prodromica al corretto ed efficace svolgimento della seconda, la quale, in assenza di puntuali ed approfondite procedure di adeguata verifica, incontrerebbe serie difficoltà di adeguato svolgimento.

Per quanto qui di interesse, l'adeguata verifica della clientela – da svolgersi, ai sensi dell'art. 17, comma 1, del d.lgs. 231/2007, nelle circostanze ivi indicate e relativamente «*ai rapporti ed alle operazioni inerenti allo svolgimento dell'attività istituzionale o professionale (...)*» – prevede, in particolare, ai sensi del successivo art. 18, comma 1, «(...)»:

(a) l'identificazione del cliente e la verifica della sua identità sulla base di documenti, dati o informazioni

operazioni sospette e relativi ai dati anagrafici dei soggetti segnalati o collegati, necessari per la verifica della loro eventuale attinenza a procedimenti giudiziari in corso, e può richiedere ogni altro elemento informativo e di analisi che ritenga di proprio interesse, anche ai fini della potestà di impulso attribuita al Procuratore Nazionale. A tal fine la Direzione nazionale antimafia e antiterrorismo stipula con la UIF, la Guardia di finanza e la Direzione investigativa antimafia appositi protocolli tecnici, volti a stabilire le modalità e la tempistica dello scambio di informazioni di cui alla presente lettera, assicurando l'adozione di ogni accorgimento idoneo a tutelare il trattamento in forma anonima dei dati anagrafici, necessari per la verifica della loro eventuale attinenza a procedimenti giudiziari in corso e la riservatezza dell'identità del segnalante; b) riceve dall'Agenzia delle dogane e dei monopoli tutti i dati e le informazioni necessari all'individuazione di possibili correlazioni tra flussi merceologici a rischio e flussi finanziari sospetti, sulla base di protocolli tecnici, stipulati con la medesima Agenzia, volti a stabilire le modalità e la tempistica dello scambio di informazioni; c) ferme le disposizioni vigenti in materia di tutela del segreto investigativo, fornisce alla UIF e all'Agenzia delle dogane e dei monopoli tempestivo riscontro in ordine all'utilità delle informazioni ricevute; d) può richiedere alla UIF l'analisi dei flussi finanziari ovvero analisi e studi su singole anomalie, riferibili a ipotesi di utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività della criminalità organizzata o di finanziamento del terrorismo, su specifici settori dell'economia ritenuti a rischio, su categorie di strumenti di pagamento e su specifiche realtà economiche territoriali; e) ha accesso alle informazioni sul titolare effettivo di persone giuridiche e trust espressi, contenute in apposita sezione del registro delle imprese, ai sensi dell'articolo 21 del presente decreto; f) fornisce al Comitato di sicurezza finanziaria, nel rispetto del segreto di indagine, i dati in suo possesso, utili all'elaborazione dell'analisi nazionale dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo di cui all'articolo 14 e le proprie valutazioni sui risultati dell'attività di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, al fine della elaborazione della relazione di cui all'articolo 5, comma 7; g) può richiedere, ai sensi dell'articolo ((371-bis del codice di procedura penale)) alle autorità di vigilanza di settore ogni altra informazione utile all'esercizio delle proprie attribuzioni».

ottenuti da una fonte affidabile e indipendente. Le medesime misure si attuano nei confronti dell'esecutore, anche in relazione alla verifica dell'esistenza e dell'ampiezza del potere di rappresentanza in forza del quale opera in nome e per conto del cliente;

b) l'identificazione del titolare effettivo e la verifica della sua identità attraverso l'adozione di misure proporzionate al rischio ivi comprese, con specifico riferimento alla titolarità effettiva di persone giuridiche, trust e altri istituti e soggetti giuridici affini, le misure che consentano di ricostruire, con ragionevole attendibilità, l'assetto proprietario e di controllo del cliente;

c) l'acquisizione e la valutazione di informazioni sullo scopo e sulla natura del rapporto continuativo o della prestazione professionale, per tali intendendosi, quelle relative all'instaurazione del rapporto, alle relazioni intercorrenti tra il cliente e l'esecutore, tra il cliente e il titolare effettivo e quelle relative all'attività lavorativa, salva la possibilità di acquisire, in funzione del rischio, ulteriori informazioni, ivi comprese quelle relative alla situazione economico-patrimoniale del cliente, acquisite o possedute in ragione dell'esercizio dell'attività. In presenza di un elevato rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, i soggetti obbligati applicano la procedura di acquisizione e valutazione delle predette informazioni anche alle prestazioni o operazioni occasionali; (...).

In ragione, poi, del livello di rischio connesso al cliente, la procedura di adeguata verifica può essere:

a) semplificata, di cui all'art. 23 del d.lgs. 231/2007²¹;

²¹ «In presenza di un basso rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, i soggetti obbligati possono applicare misure di adeguata verifica della clientela semplificate sotto il profilo dell'estensione e della frequenza degli adempimenti prescritti dall'articolo 18. 2. Ai fini dell'applicazione di misure semplificate di adeguata verifica della clientela e fermo l'obbligo di commisurarne l'estensione al rischio in concreto rilevato, i soggetti obbligati tengono conto, tra l'altro, dei seguenti indici di basso rischio: a) indici di rischio relativi a tipologie di clienti quali: 1) società ammesse alla quotazione su un mercato regolamentato e sottoposte ad obblighi di comunicazione che impongono l'obbligo di assicurare un'adeguata trasparenza della titolarità effettiva; 2) pubbliche amministrazioni ovvero istituzioni o organismi che svolgono funzioni pubbliche, conformemente al diritto dell'Unione europea; 3) clienti che sono residenti in aree geografiche a basso rischio, ai sensi della lettera c); b) indici di rischio relativi a tipologie di prodotti, servizi, operazioni o canali di distribuzione quali: 1) contratti di assicurazione vita rientranti nei rami di cui all'articolo 2, comma 1, del CAP, nel caso in cui il premio annuale non ecceda i 1.000 euro o il cui premio unico non sia di importo superiore a 2.500 euro; 2) forme pensionistiche complementari disciplinate dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, a condizione che esse non prevedano clausole di riscatto diverse da quelle di cui all'articolo 14 del medesimo decreto e che non possano servire da garanzia per un prestito al di fuori delle ipotesi previste dalla legge; 3) regimi di previdenza o sistemi analoghi che versano prestazioni pensionistiche ai dipendenti, in cui i contributi sono versati tramite detrazione dalla retribuzione e che non permettono ai beneficiari di trasferire i propri diritti; 4) prodotti o servizi finanziari che offrono servizi opportunamente definiti e circoscritti a determinate tipologie di clientela, volti a favorire l'inclusione finanziaria; 5) prodotti in cui i rischi di riciclaggio o di finanziamento

b) rafforzata, di cui al successivo articolo 24²².

del terrorismo sono mitigati da fattori, quali limiti di spesa o trasparenza della titolarità; c) ((indici di rischio geografico relativi alla registrazione, alla residenza o allo stabilimento in)): 1) Stati membri; 2) Paesi terzi dotati di efficaci sistemi di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo; 3) Paesi terzi che fonti autorevoli e indipendenti valutano essere caratterizzati da un basso livello di corruzione o di permeabilità ad altre attività criminose; 4) Paesi terzi che, sulla base di fonti attendibili e indipendenti, quali valutazioni reciproche ovvero rapporti di valutazione dettagliata pubblicati, prevedano e diano effettiva applicazione a presidi di prevenzione del riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, coerenti con le raccomandazioni del GAFI. 3. Le autorità di vigilanza di settore, nell'esercizio delle attribuzioni di cui ((all'articolo 7, comma 1, lettera a))), e gli organismi di autoregolamentazione, in conformità delle regole tecniche di cui all'articolo 11, comma 2, possono individuare ulteriori fattori di rischio da prendere in considerazione al fine di integrare o modificare l'elenco di cui al precedente comma e stabiliscono misure semplificate di adeguata verifica della clientela da adottare in situazioni di basso rischio. Nell'esercizio delle medesime attribuzioni, le autorità di vigilanza di settore ((possono individuare)) la tipologia delle misure di adeguata verifica semplificata che le banche e gli istituti di moneta elettronica sono autorizzati ad applicare in relazione a prodotti di moneta elettronica, ricorrendo, cumulativamente, le seguenti condizioni: a) lo strumento di pagamento non è ricaricabile ovvero è previsto un limite mensile massimo di utilizzo di ((150 euro)) che può essere speso solo nel territorio della Repubblica; b) l'importo massimo memorizzato sul dispositivo non supera i ((150 euro)); c) lo strumento di pagamento è utilizzato esclusivamente per l'acquisto di beni o servizi; d) lo strumento di pagamento non è alimentato con moneta elettronica anonima; e) l'emittente effettua un controllo sulle operazioni effettuate idoneo a consentire la rilevazione di operazioni anomale o sospette; f) qualora l'importo memorizzato sul dispositivo sia superiore a ((50 euro,)) tale importo non sia rimborsato o ritirato in contanti. ((f-bis) lo strumento di pagamento non è utilizzato per operazioni di pagamento a distanza, come definite dall'articolo 4, paragrafo 7, della direttiva (UE) 2015/2366, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, qualora l'importo dell'operazione è superiore a 50 euro.)) 4. L'applicazione di obblighi semplificati di adeguata verifica della clientela è comunque esclusa quando vi è sospetto di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo».

22 «I soggetti obbligati in presenza di un elevato rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo applicano misure rafforzate di adeguata verifica della clientela. 2. Nell'applicazione di misure rafforzate di adeguata verifica della clientela, i soggetti obbligati tengono conto, almeno dei seguenti fattori: a) fattori di rischio relativi al cliente quali: 1) rapporti continuativi o prestazioni professionali instaurati ovvero eseguiti in circostanze anomale; 2) clienti residenti o aventi sede in aree geografiche ad alto rischio secondo i criteri di cui alla lettera c); 3) strutture qualificabili come veicoli di interposizione patrimoniale; 4) società che hanno emesso azioni al portatore o siano partecipate da fiduciari; 5) tipo di attività economiche caratterizzate da elevato utilizzo di contante; 6) assetto proprietario della società cliente anomalo o eccessivamente complesso data la natura dell'attività svolta; b) fattori di rischio relativi a prodotti, servizi, operazioni o canali di distribuzione quali: 1) servizi con un elevato grado di personalizzazione, offerti a una clientela dotata di un patrimonio di rilevante ammontare; 2) prodotti od operazioni che potrebbero favorire l'anonimato; ((3) rapporti continuativi, prestazioni professionali od operazioni occasionali a distanza, non assistiti da procedure di identificazione elettronica sicure e regolamentate ovvero autorizzate o riconosciute dall'Agenzia per l'Italia digitale)); 4) pagamenti ricevuti da terzi privi di un evidente collegamento con il cliente o con la sua attività; 5) prodotti e pratiche commerciali di nuova generazione, compresi i meccanismi innovativi di distribuzione e l'uso di tecnologie innovative o in evoluzione per prodotti nuovi o preesistenti; ((5-bis) operazioni relative a petrolio, armi, metalli preziosi, prodotti del tabacco, manufatti culturali e altri beni mobili di importanza archeologica, storica, culturale e religiosa di raro valore scientifico, nonché avorio e specie protette)); c) fattori di rischio geografici quali quelli relativi a: 1) Paesi terzi che, sulla base di fonti attendibili e indipendenti quali valutazioni reciproche ovvero rapporti pubblici di valutazione dettagliata, siano ritenuti carenti di efficaci presidi di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo coerenti con le raccomandazioni del GAFI; 2) Paesi terzi che fonti autorevoli e indipendenti valutano essere caratterizzati da un elevato livello di corruzione o di permeabilità ad altre attività criminose; 3) Paesi soggetti a sanzioni, embargo o misure analoghe emanate dai competenti organismi nazionali e internazionali; 4) Paesi che finanziano o sostengono attività terroristiche o nei quali operano organizzazioni

Nel quadro delle procedure di adeguata verifica assumono, altresì, particolare rilevanza:

- a) l'accertamento della "titolarità effettiva dei clienti diversi dalle persone fisiche", locuzione questa con la quale si intende, ai sensi dell'art. 20, comma 1, del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 «la persona fisica o le persone fisiche cui, in ultima istanza, è attribuibile la proprietà diretta o indiretta dell'ente ovvero il relativo controllo». Appare superfluo ribadire come l'accertamento della "titolarità effettiva" sia di fondamentale importanza nel quadro delle attività di prevenzione e contrasto AML/CFT, atteso che non sempre, ma anzi, la persona fisica o giuridica che assume la formale qualifica di cliente corrisponde al soggetto nel cui interesse l'operazione e/o le operazioni sono effettuate. È ragionevole infatti ritenere che chi intenda compiere attività di Money Laundering o di Terrorism Financing ha la necessità di utilizzare un prestanome o ad agire tramite società, o, ancora, attraverso catene societarie nazionali e/o estere; di qui la disposizione di cui all'art. 21 del d.lgs. 231/2007, con cui si recepisce nell'ordinamento nazionale la rilevante statuizione introdotta, nel quadro di un'efficace azione AML/CFT, dalla Direttiva UE 2015/849, consistente nell'obbligo per gli Stati membri di acquisire, in relazione alle operazioni poste in essere dai soggetti obbligati, una serie di informazioni sui titolari effettivi e, anche, di riportarle

terroristiche. 3. Ai fini dell'applicazione di obblighi di adeguata verifica rafforzata della clientela i soggetti obbligati esaminano contesto e finalità di operazioni caratterizzate da importi insolitamente elevati ovvero rispetto alle quali sussistono dubbi circa la finalità cui le medesime sono, in concreto, preordinate e, in ogni caso, rafforzano il grado e la natura delle verifiche atte ad determinare se le operazioni siano sospette. 4. Le autorità di vigilanza di settore, nell'esercizio delle attribuzioni di cui ((all'articolo 7, comma 1, lettera a))), e gli organismi di autoregolamentazione, in conformità delle regole tecniche di cui all'articolo 11, comma 2, possono individuare ulteriori fattori di rischio da prendere in considerazione al fine di integrare o modificare l'elenco di cui al comma 2 e possono stabilire misure rafforzate di adeguata verifica della clientela, ulteriori rispetto a quelle di cui all'articolo 25, da adottare in situazioni di elevato rischio. 5. I soggetti obbligati applicano sempre misure di adeguata verifica rafforzata della clientela in caso di: ((a) rapporti continuativi, prestazioni professionali ed operazioni che coinvolgono paesi terzi ad alto rischio;)) b) rapporti di corrispondenza transfrontalieri ((, che comportano l'esecuzione di pagamenti,)) con un ente creditizio o istituto finanziario corrispondente di un Paese terzo; c) rapporti continuativi, prestazioni professionali o operazioni con clienti e relativi titolari effettivi che siano persone politicamente esposte ((, salve le ipotesi in cui le predette persone politicamente esposte agiscono in veste di organi delle pubbliche amministrazioni. In dette ipotesi, i soggetti obbligati adottano misure di adeguata verifica della clientela commisurate al rischio in concreto rilevato, anche tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 23, comma 2, lettera a), n. 2)). 6. I soggetti obbligati, in presenza di un elevato rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo applicano misure di adeguata verifica rafforzata di clienti che, originariamente individuati come persone politicamente esposte, abbiano cessato di rivestire le relative cariche pubbliche da più di un anno. La medesima disposizione si applica anche nelle ipotesi in cui il beneficiario della prestazione assicurativa o il titolare effettivo del beneficiario siano state persone politicamente esposte. ((6-bis. I soggetti obbligati valutano, in base al rischio, se applicare misure rafforzate di adeguata verifica nei confronti di succursali o filiazioni, aventi sede in paesi terzi ad alto rischio, controllate da soggetti obbligati aventi sede nel territorio della Repubblica o di altro Stato membro, qualora tali succursali o filiazioni si conformino alle politiche e alle procedure di gruppo, a norma dell'articolo 45 della direttiva.))».

in un registro centrale. Ed è così che nasce la sezione speciale del Registro delle imprese e di quello delle persone giuridiche private, nota come "registro dei titolari effettivi", al cui interno è previsto che debbano confluire le informazioni relative alla propria titolarità effettiva²³;

23 L'accesso a questa sezione speciale è consentito non solo alle Autorità pubbliche indicate nel decreto, ma anche a tutti quei soggetti obbligati allo svolgimento dell'adeguata verifica della clientela, purché previo accreditamento e pagamento di diritti di segreteria. Tuttavia la possibilità di conoscere dette informazioni non si arresta ai soggetti appena citati, in quanto, in presenza di condizioni e presupposti, sia pure significativamente stringenti, la conoscenza di alcune delle informazioni contenute nei registri dei titolari effettivi è consentita anche ai soggetti privati, compresi quelli portatori di interessi diffusi, purché non ricorrano le cause di esclusione previste dallo stesso decreto all'art. 21, comma 4, lett. d) bis, vale a dire quando «l'accesso esponga il titolare effettivo a un rischio sproporzionato di frode, rapimento, ricatto, estorsione, molestia, violenza o intimidazione ovvero qualora il titolare effettivo sia una persona incapace o minore d'età». L'Unione Europea, con il Regolamento UE 369/2021, ha istituito, a partire dal 22 marzo 2021, il sistema "BORIS" (Beneficial ownership registers interconnection system), a cui è affidato, attraverso la piattaforma centrale europea, il servizio centrale di ricerca, avente il compito di interconnettere tra loro i registri centrali nazionali dei titolari effettivi e il portale europeo della giustizia elettronica. Il tema dell'accessibilità a questa sezione speciale, tuttavia, potrebbe presentare, in talune circostanze, profili di criticità, quali quelle evidenziate, da ultimo, dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE), la quale, con sentenza della Grande Sezione del 22 novembre 2022, si è soffermata sulla nuova formulazione dell'art. 30, paragrafo 5, della Direttiva UE 2015/849 (così come modificato dall'art. 1, punto 15, lett. c), della Direttiva UE 2018/843), ai sensi del quale «Gli Stati membri provvedono affinché le informazioni sulla titolarità effettiva siano accessibili in ogni caso: a) alle autorità competenti e alle FIU, senza alcuna restrizione; b) ai soggetti obbligati, nel quadro dell'adeguata verifica della clientela a norma del capo II; c) al pubblico. Le persone di cui alla lettera c) hanno accesso almeno al nome, al mese e anno di nascita, al paese di residenza e alla cittadinanza del titolare effettivo così come alla natura ed entità dell'interesse beneficiario detenuto. Gli Stati membri possono, alle condizioni stabilite dal diritto nazionale, garantire l'accesso a informazioni aggiuntive che consentano l'identificazione del titolare effettivo. Tali informazioni aggiuntive includono almeno la data di nascita o le informazioni di contatto, conformemente alle norme sulla protezione dei dati». Ad avviso della CGUE, tale disposizione lascia un ampio margine discrezionale alla normativa nazionale circa la quantità e la qualità delle informazioni da poter rendere accessibili al pubblico, non ponendo altri limiti se non quelli previsti dalla stessa legislazione nazionale. Secondo la Corte presenta criticità il diritto lussemburghese in quanto l'art. 3, paragrafo 1, della L. 13 gennaio 2019, che istituisce il Registro dei Titolari effettivi, afferma che «Devono essere iscritte e conservate nel Registro dei titolari effettivi le seguenti informazioni relative ai titolari effettivi degli enti registrati: 1° il cognome; 2° il(i) nome (i); 3° la (o le) cittadinanza (e); 4° la data di nascita; 5° il mese di nascita; 6° l'anno di nascita; 7° il luogo di nascita; 8° il paese di residenza; 9° l'indirizzo privato preciso o l'indirizzo professionale preciso; 10° per gli iscritti nell'anagrafe delle persone fisiche: il numero di identificazione (...); 11° per i non residenti non iscritti nell'anagrafe delle persone fisiche: un numero di identificazione estero; 12° la natura dell'interesse beneficiario detenuto; 13° l'entità dell'interesse beneficiario detenuto»). Disposizione, questa, ad avviso dei Giudici europei, da ritenersi invalida, in quanto lesiva dell'art. 7 della "Carta di Nizza" secondo cui «(o)gni persona ha diritto al rispetto della propria vita privata e familiare, del proprio domicilio e delle proprie comunicazioni», da interpretarsi alla luce dell'art. 8 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, a tenore del quale «Ogni persona ha diritto al rispetto della propria vita privata e familiare, del proprio domicilio e della propria corrispondenza. 2. Non può esservi ingerenza di una autorità pubblica nell'esercizio di tale diritto a meno che tale ingerenza sia prevista dalla legge e costituisca una misura che, in una società democratica, è necessaria alla sicurezza nazionale, alla pubblica sicurezza, al benessere economico del paese, alla difesa dell'ordine e alla prevenzione dei reati, alla protezione della salute o della morale, o alla protezione dei diritti e delle libertà altrui». La legislazione italiana, poiché permette al pubblico di accedere ad un più limitato ambito di informazioni e dati personali, potrebbe, a differenza di quanto accaduto con riguardo al diritto lussemburghese, non dare adito a particolari preoccupazioni in termini di validità delle relative disposizioni. Le riflessioni in argomento sono tuttavia

b) la disposizione di cui all'art. 42 del d.lgs. n. 231/2007, rubricato come "astensione", ai sensi del quale «1. I soggetti obbligati che si trovano nell'impossibilità oggettiva di effettuare l'adeguata verifica della clientela, ai sensi delle disposizioni di cui all'articolo 19, comma 1, lettere a), b) e c), si astengono dall'instaurare, eseguire ovvero proseguire il rapporto, la prestazione professionale e le operazioni e valutano se effettuare una segnalazione di operazione sospetta alla UIF a norma dell'articolo 35. 2. I soggetti obbligati si astengono dall'instaurare il rapporto continuativo, eseguire operazioni o prestazioni professionali e pongono fine al rapporto continuativo o alla prestazione professionale già in essere di cui siano, direttamente o indirettamente, parte società fiduciarie, trust, società anonime o controllate attraverso azioni al portatore aventi sede in Paesi terzi ad alto rischio. Tali misure si applicano anche nei confronti delle ulteriori entità giuridiche, altrimenti denominate, aventi sede nei suddetti Paesi, di cui non è possibile identificare il titolare effettivo né verificarne l'identità'. 3. I professionisti sono esonerati dall'obbligo di cui al comma 1, limitatamente ai casi in cui esaminano la posizione giuridica del loro cliente o espletano compiti di difesa o di rappresentanza del cliente in un procedimento innanzi a un'autorità giudiziaria o in relazione a tale procedimento, compresa la consulenza sull'eventualità di intenterlo o evitarlo. 4. È fatta in ogni caso salva l'applicazione dell'articolo 35, comma 2, nei casi in cui l'operazione debba essere eseguita in quanto sussiste un obbligo di legge di ricevere l'atto».

1.1 Segue: L'Adeguata verifica a distanza: una prospettiva generale

Con la locuzione "Adeguata verifica a distanza" - potendo essa svolgersi «senza la compresenza fisica, presso il destinatario, del cliente, dei dipendenti del destinatario o di altro personale incaricato dal destinatario»²⁴ - si fa riferimento alle procedure di *Customer Due Diligence* (CDD) che si innestano nei protocolli di c.d. "remote onboarding", vale a dire a tutte le tipologie di pratiche che permettono (in via generale) l'acquisizione di nuova clientela da parte di enti creditizi e finanziari mediante modalità telematiche.

La possibilità di ricorrere a detta tipologia acquisitiva di clientela, attesi i molteplici vantaggi da essa offerti, era stata, in verità, già prevista dall'art. 1, paragrafo 1, n. 8, lett.a) della Direttiva UE 2018/843 (modificativo dell'art. 13, paragrafo 1, lett. a) della Direttiva Ue 2015/849). Nell'ambito delle attività di

ancora in corso.

24 Cfr., sul punto, Banca d'Italia, Provvedimento 30 luglio 2019 "Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo".

adeguata verifica della clientela è possibile, infatti, «*identificare il cliente e verificarne l'identità sulla base di documenti, dati o informazioni ottenuti da una fonte attendibile e indipendente, compresi, se disponibili, i mezzi di identificazione elettronica o i pertinenti servizi fiduciari di cui al regolamento (UE) n. 910/2014²⁵ del Parlamento europeo e del Consiglio o altre procedure di identificazione a distanza o elettronica sicure, regolamentate, riconosciute, approvate o accettate dalle autorità nazionali competenti*». La Pandemia da Covid-19, segnalando la "necessità di un distanziamento sociale", ha, poi, incrementato esponenzialmente l'utilizzo degli strumenti di che trattasi, richiedendo «*(...) un utilizzo massivo di strumenti di colloquio a distanza che, se correttamente utilizzati, consent(issero) di agevolare l'esecuzione di molte operazioni senza ricorrere alla presenza fisica e quindi contribuendo alla sicurezza sanitaria sia degli operatori che degli utenti*»²⁶.

Detti strumenti, nonostante la molteplicità di aspetti positivi, non sono tuttavia esente da rischi, in particolar modo connessi all'aumento in progressione geometrica dei tentativi di frode, potenzialmente idonei, già ex se, a compromettere, attesa la rilevanza del processo identificativo, i sistemi di *Anti Money Laundering* (AML) e *Combating the Financing of Terrorism* (CFT).

Di qui la *ratio* che ha spinto UE, Stati Membri ed Autorità indipendenti ad adottare provvedimenti che, lungi dallo scoraggiare il ricorso a tali pratiche, ne cogliessero invece, in uno, i potenziali vantaggi e ne mitigassero i rischi, atteso che, «*data l'evoluzione della tecnologia (...)*», «*(...) le transazioni dei clienti svolte "non faccia a faccia"²⁷ che si basano su affidabili ed indipendenti sistemi di identificazione digitale, dotati di adeguate misure di mitigazione del rischio, possono presentare un livello standard di rischio e possono persino essere a rischio più basso se vengono implementati livelli di garanzia più elevati e/o appropriate misure di controllo del rischio antiriciclaggio*»²⁸.

1.1.2. Segue: Contesto eurounitario

Negli ultimi anni si è assistito ad un'imponente produzione documentale finalizzata a garantire il sem-

²⁵ Si fa riferimento, a titolo esemplificativo, a firme elettroniche, sigilli elettronici, validazioni temporali elettroniche, servizi elettronici di recapito certificato, etc..

²⁶ Cfr., sul punto, G. ARCELLA, L. PIFFARETTI e M. MANENTE, *Studio 2bis-2020/b: L'identificazione non in presenza fisica nel contrasto al riciclaggio ed al terrorismo internazionale dopo il d.l. "Semplificazioni" n.76/2020 convertito con legge n. 120/2020*, in www.consiglionazionaledelnotariato.it, del 18.11. 2020.

²⁷ Detta locuzione viene utilizzata per definire quelle attività che avvengono a distanza e si svolgono attraverso mezzi digitali o altri strumenti remoti, come la posta o il telefono.

²⁸ Cfr. GAFI, *Guida all'identità digitale*, marzo 2020, pag. 30.

pre migliore sfruttamento dei sistemi di *remote onboarding*, ricercando, al contempo, di incrementarne maggiormente gli elementi di vantaggio e di marginalizzarne i profili di vulnerabilità.

A tale riguardo, un primo ed importante documento da prendere in considerazione è la *“Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l’UE”*, datata 24.9.2020, con la quale si dichiara apertamente:

1. che *«Il futuro della finanza è digitale: i consumatori e le imprese hanno sempre più accesso a servizi finanziari in modalità digitale, partecipanti al mercato innovativi mettono in campo nuove tecnologie e i modelli di business già esistenti stanno cambiando»*;
2. che *«una porzione crescente di pagamenti presso i punti vendita è ora effettuata tramite tecnologie digitali e senza contatto fisico, e gli acquisti online (e-commerce) hanno registrato un forte aumento»*.

Prosegue, poi, la Comunicazione rilevando come *«(s)oluzioni di tecnologia finanziaria (FinTech) (abbiano) contribuito ad ampliare e accelerare l’accesso ai prestiti, compresi quelli finanziati dal governo in risposta alla crisi di COVID19. Anche garantire l’operatività sicura e affidabile delle infrastrutture digitali ha acquisito più importanza, alla luce dell’aumento dell’accesso ai servizi finanziari online e del fatto che i dipendenti del settore finanziario lavorano essi stessi a distanza»*. La Commissione - dimostrando piena consapevolezza dei notevoli vantaggi derivanti da un’ordinata, fors’anche non totale, transizione digitale, di cui fa esplicita menzione²⁹ - segnala l’opportunità che,

29 *«Le nostre consultazioni con i portatori di interessi in tutta Europa hanno rilevato un ampio e forte sostegno per tale obiettivo, sulla base di molteplici motivazioni:*

- *scegliere la via della finanza digitale stimolerebbe l’innovazione e creerebbe opportunità per lo sviluppo di prodotti finanziari migliori per i consumatori, compresi i cittadini attualmente impossibilitati ad accedere a servizi finanziari. Ciò dischiude nuove modalità per veicolare i finanziamenti alle imprese dell’UE, in particolare alle PMI;*
- *promuovere la finanza digitale pertanto sosterrrebbe la strategia di ripresa dell’economia europea e favorirebbe una più ampia trasformazione economica. Aprirebbe nuovi canali alla mobilitazione di fondi a sostegno del Green Deal e della nuova strategia industriale per l’Europa;*
- *alla luce del suo carattere transfrontaliero, la finanza digitale ha anche il potenziale per incrementare l’integrazione del mercato finanziario nell’Unione bancaria e nell’Unione dei mercati dei capitali 11 e dunque per rafforzare l’Unione economica e monetaria europea;*
- *infine, un solido e vibrante settore finanziario digitale a livello europeo rafforzerebbe la capacità dell’Europa di mantenere e consolidare la nostra autonomia strategica aperta nell’ambito dei servizi finanziari e, di conseguenza, la nostra capacità di disciplinare il sistema finanziario e vigilare su di esso al fine di preservare la stabilità finanziaria dell’Europa e i nostri valori»*.

entro il 2024, «(...) l'UE attui un solido quadro normativo che permetta l'utilizzo di soluzioni interoperabili per l'identità digitale, così da consentire ai nuovi clienti di accedere ai servizi finanziari in modo rapido e semplice ("onboarding"). È opportuno che tale quadro sia basato su norme in materia di antiriciclaggio (AML) e di contrasto del finanziamento del terrorismo (CFT) più armonizzate».

Posta la fondamentale importanza che siffatta transizione digitale ricopre, quale obiettivo strategico dell'UE, considerata altresì la centralità del ruolo che, in quest'ottica, riveste l'armonizzazione delle procedure di adeguata verifica a distanza in ambito AML/CFT, non stupisce affatto che la Commissione abbia, poi, invitata «l'Autorità bancaria europea (ABE) a elaborare orientamenti in stretto coordinamento con le altre autorità europee di vigilanza entro il terzo trimestre del 2021 (...)»; e ciò al fine di garantire «(...) una maggiore convergenza sugli elementi relativi all'identificazione e alla verifica necessari per l'onboarding, nonché sulle modalità e i limiti nell'ambito dei quali i fornitori di servizi finanziari sono autorizzati ad affidare i processi di adeguata verifica della clientela a terzi, inclusi altri fornitori di servizi finanziari».

L'invito della Commissione all'EBA risulta, d'altronde, facilmente comprensibile, atteso che la Direttiva, poiché oggetto di successivo recepimento negli ordinamenti nazionali, avrebbe inevitabilmente dato adito ad eterogeneità normativa, con ogni intuibile conseguenza in termini di efficacia del presidio ritenuto, dalla stessa Commissione, di estrema rilevanza (anche per via dei profili tecnici correlati).

Le Linee Guida, tuttavia - muovendosi (come si vedrà) nell'ottica della c.d. "neutralità tecnologica" e, perciò, non dettando specifiche istruzioni in ambito di software, piattaforme, programmi etc., ma limitandosi, in quanto Linee Guida, ad indicare, anche a beneficio delle Autorità nazionali, regole di condotta, più o meno puntuali, in tema di CDD connessa al *remote onboarding* - necessiteranno, ad iniziativa di queste ultime, di ulteriori disposizioni di dettaglio.

1.1.3. Segue: Le nuove Linee Guida EBA

In data 22 novembre 2022, l'Autorità Bancaria Europea ha, infine, pubblicato le proprie "Linee Guida sull'utilizzo delle soluzioni di remote onboarding dei clienti ai sensi dell'art. 13, paragrafo 1, della Direttiva UE 2015/849", la cui entrata in vigore è prevista decorsi 6 mesi dall'avvenuta traduzione delle stesse in tutte le lingue ufficiali dell'Unione; la prevista traduzione è, allo stato, ancora da completarsi.

Le Linee Guida, come già segnalato (cfr. *sub* nota n. 14), non rappresentano, ad onta del *nomen*, delle mere indicazioni da osservarsi discrezionalmente da parte degli Stati dell'Unione; esse, all'incontro, sono dotate, nei termini già rappresentati, di efficacia negli ordinamenti nazionali, sancendo infatti

l'art. 16, paragrafo 3, del Reg. UE n. 2010/1093, che «(l)e autorità e gli istituti finanziari competenti compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni».

Le Linee Guida, inoltre, poiché finalizzate a determinare un più profittevole utilizzo degli strumenti di *remote onboarding*, sfruttandone al massimo i vantaggi e marginalizzandone il più possibile i rischi, vanno ad integrare altri (già emanati) Documenti quali:

1. gli "Orientamenti sulla governance interna" (EBA/GL/2017/11);
2. gli "Orientamenti in materia di esternalizzazione" (EBA/GL/2019/02);
3. gli "Orientamenti dell'ABE sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (Information and Communication Technology - ICT) e di sicurezza" (EBA/GL/2019/04)
4. gli "Orientamenti ai sensi dell'articolo 17 e dell'articolo 18, paragrafo 4, della direttiva (UE) 849/2015 sulle misure di adeguata verifica della clientela e sui fattori che gli enti creditizi e gli istituti finanziari dovrebbero prendere in considerazione nel valutare i rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo associati ai singoli rapporti continuativi e alle operazioni occasionali («Orientamenti relativi ai fattori di rischio di ML/TF»), che abrogano e sostituiscono gli orientamenti JC/2017/37 (EBA/GL/2021/02)".

1.1.3 a) Segue: L'adozione di politiche e procedure interne

In conformità con quanto sancito dall'art. 13, paragrafo 1, lett. a) e c), della Direttiva 2015/849, come modificato dalla Direttiva 2018/843, le Linee Guida precisano che l'ente finanziario o creditizio è tenuto ad adottare politiche e procedure interne al fine di marginalizzare i rischi connessi all'utilizzo delle soluzioni di *remote onboarding*. Tali soggetti, in particolare, devono:

1. descrivere le soluzioni di *remote onboarding* poste in essere dall'ente, ponendo particolare attenzione a specificare le modalità di acquisizione e trattamento dei dati personali del cliente, tanto nel processo di *remote onboarding*, quanto in quello di CDD; in tale quadro vanno, altresì, dichiarate le procedure di valutazione del rischio, specificando i fattori da prendere maggiormente in considerazione;
2. dichiarare quali fasi siano automatizzate e quali richiedano interventi manuali;

3. dichiarare i controlli di CDD adottati;
4. dichiarare i previsti programmi di introduzione e formazione costante del personale al fine di rendere più efficaci le attività di CDD³⁰.

Le Linee Guida, di fatto, si pongono, in attesa delle ulteriori disposizioni di attuazione da parte delle Autorità nazionali, quale strumento di puntualizzazione di quanto – quale mera cornice normativa e perciò senz' alcuna pretesa di dettaglio – è già contenuto, in tema di identificazione a distanza, nella Quinta Direttiva Antiriciclaggio, secondo cui, come già ricordato, occorre «*identificare il cliente e verificarne l'identità sulla base di documenti, dati o informazioni ottenuti da una fonte attendibile e indipendente, compresi, se disponibili, i mezzi di identificazione elettronica o i pertinenti servizi fiduciari di cui al regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio o altre procedure di identificazione a distanza o elettronica sicure, regolamentate, riconosciute, approvate o accettate dalle autorità nazionali competenti*».

1.1.3 b) Segue: Valutazione preliminare e successive integrazioni della soluzione di remote onboarding nel sistema dei controlli interni

Data la già menzionata pluralità di vantaggi offerti dall'utilizzo delle soluzioni di *remote onboarding* della clientela, è prevedibile, oltre che auspicabile, che, nel corso dei mesi a venire, si possa assistere ad un sempre più frequente utilizzo, da parte degli istituti bancari e finanziari, di tali soluzioni.

A tale proposito le Linee Guida specificano che, ove l'ente bancario e/o finanziario decidesse di utilizzare dette procedure, esso dovrebbe anzitutto valutare, prim'ancora di avvalersene, la loro adeguatezza, affidabilità e idoneità a garantire un efficace e sicuro svolgimento dell'attività in discorso.

L'istituto a questo proposito, precisano le Linee Guida, dovrebbe:

1. valutare l'adeguatezza della soluzione, specie in relazione alla completezza ed all'accuratezza dei dati oggetto di raccolta, con specifico *focus* sulle fonti da cui si trarrebbero alcune informazioni (quali, come meglio si dirà *infra*, l'utilizzo di banche dati);

³⁰ I programmi di formazione, oltre ai profili normativi inerenti alle procedure di che trattasi, dovranno, più specificamente, orientarsi verso le soluzioni tecniche adottate, in modo da permetterne un'adeguata, efficace e sicura conduzione.

2. valutare l'impatto della scelta sulla rischiosità interna, specie di AML e di CFT;
3. effettuare *Stress-test*, in particolar modo incentrati sulle possibili vulnerabilità delle *Information and Communication Technologies* (ICT) utilizzate e prevedere le conseguenti, idonee misure mitigative. Sul punto si suggerisce agli enti bancari e finanziari l'utilizzo di regimi di identificazione elettronica, di cui si fa menzione anche all'art. 9 del Regolamento UE 2014/910, oppure di servizi fiduciari che, in base all'art. 24, paragrafo 1, lett. b), del medesimo Regolamento, si svolgano «a distanza, mediante mezzi di identificazione elettronica, con cui prima del rilascio del certificato qualificato (sia) stata garantita una presenza concreta della persona fisica o di un rappresentante autorizzato della persona giuridica e che soddisfi(i) no i requisiti fissati all'articolo 8 riguardo ai livelli di garanzia "significativo" o "elevato"».

In aggiunta, gli enti citati, dovrebbero, non solo essere in grado di dimostrare dette risultanze positive alle Autorità di vigilanza competenti – formalizzazione, questa, da osservarsi in via generale da parte dell'ente, quale misura atta a dimostrare (quanto meno) l'adeguatezza del processo di valutazione condotto, con riguardo a qualsivoglia altra procedura aziendale – ma dovrebbero anche essere consapevoli di poter procedere all'utilizzo della soluzione di *remote onboarding* esclusivamente ove risultino possibili ulteriori aggiornamenti ed implementazioni della soluzione stessa. Gli enti, anche in ragione della costante ed incessante evoluzione delle soluzioni tecniche disponibili, dovrebbero infatti monitorare costantemente la soluzione di *remote onboarding*, ivi compresi i suoi profili tecnici, ed integrarla laddove risulti via via necessario, al fine di garantire un'effettiva e puntuale mitigazione dei rischi.

Segnatamente, essi dovrebbero almeno:

1. descrivere le misure, le modalità e la portata delle operazioni di revisione ed aggiornamento periodiche;
2. aggiornare la soluzione qualora si presentassero, per esempio:
 - Modifiche di esposizione al rischio di ML o FT;
 - Carenze nel funzionamento della soluzione;
 - Modifiche del quadro normativo in esame;
 - Aumento dei tentativi percepiti di frode.

In aggiunta, in un contesto come quello appena descritto, sarà necessario, da parte dell'ente, definire le procedure di integrazione e modifica, specie nei casi in cui dovesse emergere una vulnerabilità del sistema, che si traduca, a titolo esemplificativo, in una minore efficienza dell'attività di CDD.

Al fine di prevenire il verificarsi di tali ipotesi, le Linee Guida suggeriscono anche di eseguire test di garanzia della qualità oppure rapporti periodici sull'efficienza dei servizi informatici, ovvero ancora test a campione sulla tenuta dei sistemi³¹.

1.1.3 c) Segue: Identificazione, acquisizione delle informazioni e verifica dell'identità e dell'integrità dei documenti e dell'identità dei clienti

Come facilmente intuibile, il rigore procedurale riguardante la verifica della clientela in regime di *remote onboarding* risulta essere, rispetto alla verifica in presenza, di gran lunga maggiore, tant'è che l'istituto, a titolo esemplificativo, deve interrompere la procedura nel caso in cui venissero identificate carenze tecniche o interruzioni della connessione.

Le Linee Guida prescrivono, in proposito, che l'istituto debba indicare le procedure e le politiche adottate nell'attività di acquisizione delle informazioni necessarie per l'identificazione del cliente e debba, altresì, garantire sia il soddisfacimento degli *standard* legali della CDD sia la qualità delle immagini e dei suoni (*id est*: la loro idoneità a riconoscere in modo inequivocabile il cliente). Indice di idoneità dell'attività a *standard* e *Best Practice* è rappresentato dall'utilizzo, da parte dell'ente, di regimi di identificazione elettronica di cui si fa anche menzione all'art. 9 del Regolamento UE 2014/910 o anche di servizi fiduciari che, in base all'art. 24, paragrafo 1, lett. b), del Regolamento medesimo, si svolgano «*a distanza, mediante mezzi di identificazione elettronica, con cui prima del rilascio del certificato qualificato (sia) stata garantita una presenza concreta della persona fisica o di un rappresentante autorizzato della persona giuridica e che soddisfi(i)no i requisiti fissati all'articolo 8 riguardo ai livelli di garanzia "significativo" o "elevato"*».

Tutte le informazioni acquisite, inoltre, devono soddisfare le *Best Practice* in materia di *data protection*.

Le procedure di identificazione sono naturalmente differenti a seconda che il cliente sia una persona

³¹ Per un più puntuale esame della tematica relativa a valutazione pre-implementazione della soluzione di *remote onboarding*, nonché della valutazione costante *in itinere*, cfr. E. MORLINI, Slide presentate nel corso del Webinar "Adeguata verifica a distanza: nuove Linee guida EBA", organizzato, in modalità telematica, dalla rivista "DB Non solo Diritto Bancario" in data 7 febbraio 2023.

fisica o giuridica: se si tratta di persona fisica, l'istituto può procedere sulla base della documentazione fornita e rapportarla alle informazioni visibili³², mentre se si tratta di persona giuridica, l'istituto deve, ove possibile, effettuare riscontri presso pubblici registri, al fine di verificare che la persona fisica preposta sia legittimata a rappresentare e ad assumere obbligazioni in nome e conto della persona giuridica.

Analizzando più nel dettaglio le due fattispecie, a mente delle Linee Guida, gli enti creditizi e finanziari, per ciò che concerne le persone fisiche, debbono dichiarare quali informazioni:

1. saranno oggetto di inserimento manuale da parte del cliente;
2. saranno acquisite in modalità automatica sulla base della documentazione messa a disposizione dal cliente;
3. saranno acquisite a seguito dell'esame di altre fonti esterne o interne.

Quanto, invece, al *remote onboarding* di persone giuridiche, gli istituti creditizi o finanziari devono assicurarsi che la soluzione adottata disponga di specifiche funzioni di raccolta di:

1. dati e documentazione pertinenti per identificare e verificare la persona giuridica;
2. dati e documentazione pertinenti per verificare che la persona fisica, che agisce in nome e per conto della persona giuridica, sia legalmente autorizzata a farlo;
3. informazioni connesse all'identificazione dei titolari effettivi³³.

Oltre a tali modalità, è permesso agli enti di procedere, ai fini del riconoscimento, anche attraverso captazione di dati biometrici; gli enti, tuttavia, devono assicurarsi che i dati richiesti a fini identificativi siano sufficientemente univoci ed inequivocabilmente collegati ad un'unica persona e che, inoltre, vengano utilizzati programmi in grado di captare (nella maniera più accurata possibile) i summenzionati dati. Ove ciò non fosse possibile, è allora necessario proseguire l'attività di verifica con ulteriori modalità di controllo, probabilisticamente incentrati su una verifica in presenza (*rectius*: "faccia a faccia"

³² A titolo esemplificativo, se il soggetto dovesse allegare un documento d'identità corredato di immagine identificativa, l'ente potrebbe confrontare la foto riportata sul documento con le immagini acquisite nel corso della procedura di *remote onboarding*.

³³ Cfr., in ordine a tale nozione, sub note n. 6 e 23.

secondo la terminologia utilizzata dal GAFI/FATF nella già citata "Guida all'identità digitale").

Le procedure di *remote onboarding* possono classificarsi diversamente, come "presidiate" e "non presidiate", a seconda che il cliente vada a relazionarsi e ad interagire o meno con un dipendente dell'ente: ove il rapporto s'instauri con un dipendente si parla di "*remote onboarding presidiate*" mentre si parla di "*remote onboarding non presidiate*" nel caso opposto.

Con riguardo all'ipotesi di "*remote onboarding presidiate*", le Linee Guida prevedono che l'ente debba almeno:

1. richiedere che la qualità dell'immagine o dell'audio sia sufficiente a consentire una corretta verifica dell'identità del cliente;
2. assicurarsi che il dipendente sia in possesso di sufficienti conoscenze in tema di normativa AML e di aspetti di sicurezza nella verifica a distanza;
3. prevedere la predisposizione di una guida al colloquio utile per rilevare eventuali comportamenti sospetti.

Per quanto riguarda, invece, la soluzione di "*remote onboarding non presidiate*", l'ente deve, almeno:

- a) richiedere che video e foto siano girati o scattati al momento della verifica ed effettuati con la dovuta illuminazione, sì da garantire una più semplice identificazione del soggetto;
- b) eseguire verifiche di rilevamento della presenza in modo da assicurarsi che il cliente sia presente nel corso della sessione di comunicazione.

Le Linee Guida, in aggiunta, nella prospettiva di rendere le attività di verifica e controllo quanto più stringenti possibile, suggeriscono agli istituti di utilizzare procedure di *remote onboarding* che, di volta in volta, inseriscano casualmente le azioni da compiere, di modo che sia più complesso favorire fenomeni di coercizione o di utilizzo di identità sintetiche. Esse consigliano, altresì, l'attribuzione in capo ai dipendenti responsabili di funzioni casuali variabili, sì da rendere più difficili eventuali fenomeni collusivi.

Nella quasi totalità dei casi, come intuibile, l'istituto - trovandosi nell'impossibilità di consultare documentazione originale, bensì esclusivamente riproduzioni di quest'ultima - deve verificare l'autenticità

dei documenti, al fine di accertare se la riproduzione sia o meno fedele. L'ente dunque dovrebbe, quantomeno:

1. utilizzare, se possibile, il confronto con specifiche banche dati;
2. essere in grado di comprendere se dati o immagine sono stati manomessi.

Qualora poi venissero adoperati specifici sistemi atti a leggere in modo automatico le informazioni, quali, ad esempio, algoritmi di riconoscimento ottico dei caratteri (OCR) o verifiche delle zone a lettura automatica (MRZ), è necessario che l'ente adotti ogni idonea attività e/o misura disponibile affinché detti sistemi catturino le informazioni in modo accurato e coerente.

1.1.3 d) Segue: Affidamento dell'adeguata verifica a terzi ed esternalizzazione

Si tratta dell'ipotesi in cui il procedimento di adeguata verifica a distanza sia affidato dall'istituto a soggetti terzi ovvero sia esternalizzato.

Per quanto concerne l'affidamento a terzi della CDD, le Linee Guida prescrivono la contestuale necessità di:

- a) accertarsi che i processi e le procedure di CDD da parte di costoro siano in linea con quanto prescritto nelle Linee Guida;
- b) garantire la continuità dei rapporti commerciali tra cliente ed istituto di credito o finanziario.

Quanto, invece, all'esternalizzazione della CDD, l'intermediario deve adottare tutte le misure idonee a:

- a) garantire che il fornitore applichi le politiche e le procedure di acquisizione dei dati relativi al *remote onboarding* sancite dall'intermediario e previste nell'accordo di esternalizzazione;
- b) effettuare le necessarie valutazioni al fine di garantire che il fornitore sia in grado di eseguire il processo di *remote onboarding*, attraverso, ad esempio, test di vulnerabilità dei sistemi usati dal fornitore o valutazioni sulla formazione dei dipendenti o della *governance* dello stesso;
- c) garantire che il fornitore informi l'ente creditizio o finanziario in caso di proposte di modifiche al processo di *remote onboarding* o di modifiche dello stesso ad opera del fornitore.

Al contempo l'ente, deve assicurarsi, ove il fornitore dovesse trovarsi nella condizione di memorizzare

i dati dei clienti, che:

- a) vengano raccolti e conservati solo i dati in linea con un sistema chiaramente definito;
- b) l'accesso ai dati sia strettamente limitato e registrato;
- c) siano implementate le misure di *data protection*.

Si segnala infine che, in caso di esternalizzazione, tanto l'intermediario quanto il fornitore dovranno far riferimento non solo a quanto disposto nelle Linee Guida, ma anche a quanto contenuto nelle già menzionate Linee Guida EBA sugli accordi di esternalizzazione (EBA/GL/2019/04).

2. Applicazione dell'adeguata verifica a distanza nel contesto nazionale: il Provvedimento della Banca d'Italia 30 luglio 2019 e il Regolamento IVASS n. 44 del 12 febbraio 2019

In attesa che le nuove Linee Guida EBA in tema di adeguata verifica a distanza entrino formalmente in vigore, si ritiene utile soffermarsi, con riguardo alla medesima materia, su quanto contenuto:

- nel Provvedimento della Banca d'Italia del 30 luglio 2019³⁴, emanato ai sensi dell'art. 19, comma 1, lettera a), n. 5 del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (come modificato ai sensi dell'art. 2, comma 1, del decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 90), in cui è precisato che l'obbligo di identificazione si considera assolto, anche senza la presenza fisica del cliente, per coloro «(...) i cui dati identificativi siano acquisiti attraverso idonee forme e modalità, individuate dalle Autorità di vigilanza di settore, nell'esercizio delle attribuzioni di cui all'articolo 7, comma 1, lettera a)³⁵, tenendo conto dell'evoluzione delle tecniche di identificazione a distanza»;
- nel Regolamento IVASS n. 44 del 12 febbraio 2019 "recante disposizioni attuative volte a prevenire l'utilizzo delle imprese di assicurazione e degli intermediari assicurativi a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo in materia di organizzazione, procedure e controlli interni e di adeguata verifica della clientela, ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lettera a) del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231."

³⁴ "Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo".

³⁵ «Adottano nei confronti dei soggetti rispettivamente vigilati, disposizioni di attuazione del presente decreto in materia di organizzazione, procedure e controlli interni e di adeguata verifica della clientela».

In ordine al Provvedimento della Banca d'Italia del 30 luglio 2019

Come si è avuto modo di chiarire in precedenza, la verifica a distanza vede come elemento essenziale l'assenza di alcuna presenza fisica, presso il destinatario, del cliente, dei dipendenti del destinatario o di altro personale incaricato dal destinatario, svolgendosi attraverso le *Information and Communication Technologies* (ICT), sul cui ruolo e sulla cui necessaria protezione in tema di *Cybersecurity* si dirà *infra*.

La Banca d'Italia nel citato Provvedimento precisa, in particolare, che «(n)ei casi di operatività a distanza, i destinatari:

1. *acquisiscono i dati identificativi del cliente e dell'esecutore e ne effettuano il riscontro su una copia – ottenuta tramite fax, posta, in formato elettronico o con modalità analoghe – di un valido documento di identità, ai sensi della normativa vigente;*
2. *effettuano riscontri ulteriori rispetto a quelli previsti dalla Sezione V sui dati acquisiti, secondo le modalità più opportune in relazione al rischio specifico. A titolo esemplificativo, si indicano le seguenti modalità: contatto telefonico su utenza fissa (welcome call); invio di comunicazioni a un domicilio fisico con ricevuta di ritorno; bonifico effettuato dal cliente attraverso un intermediario bancario e finanziario con sede in Italia o in un paese comunitario; richiesta di invio di documentazione controfirmata; verifica su residenza, domicilio, attività svolta, tramite richieste di informazioni ai competenti uffici ovvero mediante incontri in loco, effettuati avvalendosi di personale proprio o di terzi. Nel rispetto dell'approccio basato sul rischio, i destinatari possono utilizzare meccanismi di riscontro basati su soluzioni tecnologiche innovative e affidabili (es., quelle che prevedono forme di riconoscimento biometrico), purché assistite da robusti presidi di sicurezza (enfasi nostra);*
3. *individuano, nel documento di policy antiriciclaggio, gli specifici meccanismi di cui intendono avvalersi per effettuare le attività di riscontro sub b) ed illustrano le valutazioni condotte dalla funzione antiriciclaggio sui profili di rischio che caratterizzano ciascuno di questi strumenti e sui relativi presidi di sicurezza» (enfasi nostra).*

Precisazione che si ritiene di fondamentale rilevanza è che quanto appena riportato deve intendersi non un tassativo elenco di pratiche procedurali ed applicazioni tecnologiche prefissate, quanto una soglia minima al di sotto della quale non può (e non deve) collocarsi il livello di sicurezza delle soluzioni di CDD connesse al *remote onboarding*. Ne discende che devono ritenersi consentiti (ed anzi suspic-

ti) rafforzamenti nell'impianto, sia organizzativo sia tecnico, di adeguata verifica a distanza, specie in considerazione della costante e tumultuosa evoluzione dei mezzi informatici³⁶, al fine di costantemente assicurare l'affidabilità e la sicurezza delle stesse procedure.

L'Autorità di Vigilanza permette, in aggiunta, che, «(i)n alternativa a quanto previsto sub a), b), c), l'identificazione del cliente-persona fisica (possa) essere effettuata dai destinatari in digitale da remoto secondo la procedura di registrazione audio/video disciplinata nell'Allegato 3», nella quale è dettagliata la "Procedura di video-identificazione", relativamente alla quale è previsto che i destinatari realizzino un sistema che garantisca, preliminarmente all'instaurazione della sessione audio o video, la cifratura del canale di comunicazione mediante l'adozione di meccanismi standard, applicativi e protocolli aggiornati; l'Allegato richiede, altresì, al fine di facilitare l'utilizzo e l'accessibilità da parte del cliente, che la procedura ivi prevista garantisca l'utilizzo di applicativi orientati all'intuitività.

E' richiesto, altresì, che l'identificazione da remoto, effettuata dall'operatore addetto alla video-identificazione, «rispetti le seguenti condizioni:

1. *le immagini video sono a colori e consentono una visualizzazione chiara dell'interlocutore in termini di luminosità, nitidezza, contrasto, fluidità delle immagini;*
2. *l'audio è chiaramente udibile, privo di distorsioni o disturbi evidenti;*
3. *la sessione audio/video, che ha ad oggetto le immagini video e l'audio del cliente e dell'operatore, è effettuata in ambienti privi di particolari elementi di disturbo».*

I destinatari sono tenuti ad assicurare che l'operatore preposto all'attività si astenga dall'avviare il processo di identificazione o lo sospenda quando la qualità audio/video è scarsa o ritenuta non adeguata a consentire l'identificazione del cliente.

³⁶ Si pensi all'uso, da parte della clientela, delle VPN (*Virtual Private Network*), consistente in una rete privata virtuale che - per mezzo di un canale di comunicazione riservato (c.d. tunnel VPN), creato in sovrapposizione ad un'infrastruttura di rete pubblica, nonché di specifiche procedure di autenticazione e di una articolata crittografia - garantisce privacy, anonimato e sicurezza. Detta soluzione tecnologica potrebbe, tuttavia, rappresentare un vero e proprio elemento di rischio per l'integrità e l'efficacia dei sistemi e degli algoritmi utilizzati dagli enti finanziari e creditizi nell'ambito dell'adeguata verifica a distanza, in quanto, *ex multis*, idonea a celare l'indirizzo IP (*Internet Protocol Address*), con conseguente impossibilità di individuare l'effettivo luogo di connessione del cliente o aspirante tale (un soggetto, ad esempio, potrebbe falsamente dichiarare, supportato dalla localizzazione dell'indirizzo IP, di trovarsi in un determinato luogo, in tal modo celando la sua vera collocazione geografica, con ogni conseguente considerazione in termini di potenziale rischiosità dell'avvenuta identificazione).

Nell'Allegato si prevede, poi, che «l'operatore che effettua l'identificazione:

1. *acquisisc(a) i dati identificativi forniti dal cliente;*
2. *richied(a) l'esibizione di un documento d'identità valido, munito di fotografia recente e riconoscibile e di firma autografa del richiedente, rilasciato da un'amministrazione pubblica;*
3. *verific(hi) il codice fiscale tramite la tessera sanitaria in corso di validità. Del documento viene acquisita copia in formato elettronico».*

A fini di sicurezza, l'Allegato prevede, non solo che l'operatore che effettua l'identificazione possa escludere (o interrompere se avviata) l'ammissibilità della sessione audio/video per qualunque ragione, inclusa l'eventuale inadeguatezza del documento presentato dal cliente, ma anche che la sessione audio/video sia interamente registrata e conservata. In aggiunta, è anche prevista la conservazione della documentazione relativa alle informazioni e ai documenti raccolti nel corso dell'attività di registrazione, posto che gli enti sono tenuti infatti a conservare, con modalità conformi alle previsioni previste dal decreto antiriciclaggio³⁷, i dati di registrazione nonché l'esplicita volontà manifestata dal cliente di

³⁷ Si fa riferimento agli artt. da 31 a 34 del d.lgs 231/2007, i quali, rispettivamente, dispongono che:

Art. 31 «I soggetti obbligati conservano i documenti, i dati e le informazioni utili a prevenire, individuare o accertare eventuali attività di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo e a consentire lo svolgimento delle analisi effettuate, nell'ambito delle rispettive attribuzioni, dalla UIF o da altra Autorità competente. 2. Per le finalità di cui al comma 1, i soggetti obbligati conservano copia dei documenti acquisiti in occasione dell'adeguata verifica della clientela e l'originale ovvero copia avente efficacia probatoria ai sensi della normativa vigente, delle scritture e registrazioni inerenti le operazioni. La documentazione conservata deve consentire, quanto meno, di ricostruire univocamente: a) la data di instaurazione del rapporto continuativo o del conferimento dell'incarico; b) i dati identificativi ((, ivi compresi, ove disponibili, i dati ottenuti mediante i mezzi di identificazione elettronica e i pertinenti servizi fiduciari di cui al regolamento UE n. 910/2014 o mediante procedure di identificazione elettronica sicure e regolamentate ovvero autorizzate o riconosciute dall'Agenzia per l'Italia digitale,)) del cliente, del titolare effettivo e dell'esecutore e le informazioni sullo scopo e la natura del rapporto o della prestazione; ((b-bis) la consultazione, ove effettuata, dei registri di cui all'articolo 21, con le modalità ivi previste); c) la data, l'importo e la causale dell'operazione; d) i mezzi di pagamento utilizzati. 3. I documenti, i dati e le informazioni acquisiti sono conservati per un periodo di 10 anni dalla cessazione del rapporto continuativo, della prestazione professionale o dall'esecuzione dell'operazione occasionale»; Art. 32 «(1. I soggetti obbligati adottano sistemi di conservazione dei documenti, dei dati e delle informazioni idonei a garantire il rispetto delle norme dettate dal codice in materia di protezione dei dati personali nonché il trattamento dei medesimi esclusivamente per le finalità di cui al presente decreto. 2. Le modalità di conservazione adottate devono prevenire qualsiasi perdita dei dati e delle informazioni ed essere idonee a garantire la ricostruzione dell'operatività o attività del cliente nonché l'indicazione esplicita dei soggetti legittimati ad alimentare il sistema di conservazione e accedere ai dati e alle informazioni ivi conservati. Le predette modalità devono, altresì, assicurare: a) l'accessibilità completa e tempestiva ai dati e alle informazioni da parte delle autorità di cui all'articolo 21, comma 4, lettera a); b) la tempestiva acquisizione, da parte del soggetto obbligato, dei documenti, dei dati e delle informazioni, con indicazione della relativa data. È considerata tempestiva l'acquisizione conclusa entro trenta giorni dall'instaurazione del rapporto continuativo o dal conferimento dell'incarico per lo svolgimento della prestazione

instaurare il rapporto continuativo, memorizzati in file audio-video, immagini e metadati strutturati in formato elettronico.

Gli enti sono tenuti a richiedere il consenso al trattamento dei dati personali contenuti nelle riprese audio-video, ponendo attenzione, a tale proposito, alla completezza dell'informativa da rendere all'interessato, prevista dalle disposizioni in materia di protezione dei dati personali.

L'Allegato evidenzia, altresì, la necessità che «*la sessione audio/video (sia) condotta seguendo una procedura scritta e formalizzata dai destinatari (enfasi nostra)*», la quale preveda (almeno) che:

1. *l'operatore acquisisc(a) il consenso alla videoregistrazione e alla sua conservazione e inform(i) che la videoregistrazione sarà conservata in modalità protetta;*
2. *l'operatore dichiar(i) le proprie generalità;*
3. *il cliente conferm(i) i propri dati identificativi;*

professionale, dall'esecuzione dell'operazione o della prestazione professionale, dalla variazione e dalla chiusura del rapporto continuativo o della prestazione professionale; c) l'integrità dei dati e delle informazioni e la non alterabilità dei medesimi successivamente alla loro acquisizione; d) la trasparenza, la completezza e la chiarezza dei dati e delle informazioni nonché il mantenimento della storicità dei medesimi. 3. I soggetti obbligati possono avvalersi, per la conservazione dei documenti, dei dati e delle informazioni, di un autonomo centro di servizi, ferma restando la responsabilità del soggetto obbligato e purché sia assicurato a quest'ultimo l'accesso diretto e immediato al sistema di conservazione.))»;

Art. 33 « Gli intermediari bancari e finanziari, ad esclusione di quelli di cui all'articolo 3, comma 2, ((lettere i), o), p), q) e v)))), nonché le società fiduciarie di cui all'articolo 3, comma 3, lettera a), trasmettono alla UIF dati aggregati concernenti la propria operatività, al fine di consentire l'effettuazione di analisi mirate a far emergere eventuali fenomeni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo nell'ambito di determinate zone territoriali. 2. La UIF individua le tipologie di dati da trasmettere, le modalità e la cadenza della loro trasmissione e verifica il rispetto dell'obbligo di cui al presente articolo, anche mediante accesso diretto ai dati e alle informazioni conservate dall'intermediario bancario o finanziario o dalla società fiduciaria»;

Art. 34 «(1. Nel rispetto del vigente quadro di attribuzioni e competenze, i dati e le informazioni conservate secondo le norme di cui al presente Capo sono utilizzabili a fini fiscali. 2. Il fascicolo del cliente, conforme a quanto prescritto dagli articoli 31 e 32, e la custodia dei documenti, delle attestazioni e degli atti presso il notaio nonché la tenuta dei repertori notarili, a norma della legge 16 febbraio 1913, n. 89, del regolamento di cui al regio decreto 10 settembre 1914, n. 1326, e successive modificazioni, e la descrizione dei mezzi di pagamento ai sensi dell'articolo 35, comma 22, decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248 costituiscono idonea modalità di conservazione dei dati e delle informazioni. 3. Fermo quanto stabilito dalle disposizioni di cui al presente decreto per le finalità di prevenzione del riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, nel rispetto dei principi di semplificazione, economicità ed efficienza, l'Autorità di vigilanza di settore, a supporto delle rispettive funzioni, possono adottare disposizioni specifiche per la conservazione e l'utilizzo dei dati e delle informazioni relativi ai clienti, contenuti in archivi informatizzati, ivi compresi quelli già istituiti presso i soggetti rispettivamente vigilati, alla data di entrata in vigore del presente articolo.))».

4. *il cliente conferm(i) la data e l'ora della registrazione;*
5. *il cliente conferm(i) di voler instaurare il rapporto continuativo e conferm(i) i dati identificativi e gli altri dati inseriti nella modulistica on-line in fase di pre-registrazione;*
6. *il cliente conferm(i) il proprio numero di telefonia mobile e l'indirizzo mail;*
7. *l'operatore invi(i) un messaggio che il cliente espone al dispositivo di ripresa o il cui contenuto è comunicato all'operatore e una mail all'indirizzo di posta elettronica dichiarato dal cliente, con un link ad una URL appositamente predisposta per la verifica;*
8. *l'operatore chied(a) al cliente di inquadrare, fronte e retro, il documento di riconoscimento utilizzato, e si assicur(i) che sia possibile visualizzare chiaramente la fotografia e leggere tutte le informazioni ivi contenute (dati anagrafici, numero del documento, data di rilascio e di scadenza, amministrazione rilasciante). Del documento viene acquisita copia elettronica;*
9. *l'operatore chied(a) di mostrare, fronte e retro, la tessera sanitaria su cui è riportato il codice fiscale del cliente;*
10. *l'operatore chied(a) al cliente di compiere una o più azioni casuali per rafforzare l'autenticità della interlocuzione;*
11. *l'operatore riassum(a) sinteticamente la volontà espressa dal cliente di voler instaurare il rapporto continuativo e ne raccoglie conferma».*

Qualora dovessero emergere dubbi, incertezze o incongruenze nell'identificazione del cliente, i destinatari debbono effettuare ulteriori riscontri, quali, a titolo esemplificativo, la consultazione del sistema pubblico per la prevenzione del furto di identità, disciplinato dal d.lgs. 11 aprile 2011, n. 64 (recante "Ulteriori modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, per l'istituzione di un sistema pubblico di prevenzione, sul piano amministrativo, delle frodi nel settore del credito al consumo, con specifico riferimento al furto d'identità").

Il Provvedimento della Banca d'Italia del 30 luglio 2019 fin qui illustrato, pur presentandosi sufficientemente esaustivo alla luce delle previsioni di rango sovranazionale e nazionale attualmente in vigore, dovrà, a breve, essere rivisto, dovendosi armonizzare, con riguardo ad alcuni profili integrativi e/o inno-

vativi, con le sopra illustrate Linee Guida EBA³⁸.

In ordine al Regolamento IVASS n. 44 del 12 febbraio 2019

La tematica in esame, molto più sinteticamente rispetto all'illustrato Provvedimento della Banca d'Italia del 30 luglio 2019, viene affrontata nell'art. 39 del predetto Regolamento rubricato come "Operatività a distanza". Tale disposizione, dopo aver chiarito, al comma 1, che «Per operatività a distanza si intende quella svolta dal cliente o dal beneficiario, anche attraverso i sistemi di comunicazione telefonica o informatica, senza la presenza fisica di questi ultimi presso le imprese o gli intermediari assicurativi o gli intermediari assicurativi stabiliti senza succursale (...)», affronta, più in dettaglio, le modalità di conduzione della procedura, concentrandosi, al contempo, tanto sugli obblighi in capo all'impresa, considerata nella sua accezione strutturale, quanto sulle linee di condotta a cui il personale della stessa deve attenersi nel corso della procedura.

I commi 2-5 e 9-10, in particolare, si soffermano sugli obblighi gravanti in capo all'Impresa-struttura, affermando, rispettivamente,

- che «2. Le imprese presidiano il rischio che venga compromessa l'attendibilità dei dati raccolti in assenza di contatto diretto con il cliente, il beneficiario o con gli esecutori, anche tramite frodi connesse al furto di identità elettronica; a tal fine: a) riscontrano i dati identificativi del cliente attraverso una copia del documento di identità, ottenuta tramite fax, posta, anche elettronica, o con modalità analoghe; b) svolgono ulteriori verifiche dei dati acquisiti secondo le modalità ritenute più

³⁸ A titolo esemplificativo, se da un lato, a mezzo del Provvedimento in discorso, la Banca d'Italia «pone in capo agli intermediari un generico onere di definire e formalizzare (nel documento di policy antiriciclaggio) procedure di adeguata verifica della clientela sufficientemente dettagliate e di individuare quelle maggiormente adeguate al rischio ed alle esigenze dell'intermediario stesso, senza tuttavia indicare quali dovrebbero essere gli elementi che dovrebbero orientare la scelta», dall'altro «l'EBA dice qualcosa in più. L'EBA specifica che gli intermediari dovrebbero tenere traccia delle fasi, dei requisiti e delle valutazioni preliminari alla scelta, che dovrebbero includere almeno: a) una valutazione sull'adeguatezza della soluzione in ordine alla completezza ed all'accuratezza dei dati e dei documenti da raccogliere, nonché dell'attendibilità e indipendenza delle fonti di informazione che utilizzate; b) una valutazione sull'impatto dell'utilizzo della soluzione scelta sui rischi a livello aziendale, compresi i rischi ML/TF, operativi, reputazionali; c) l'individuazione delle possibili misure di mitigazione e delle azioni correttive per ciascuno dei rischi di cui sopra; d) l'individuazione, e conseguente effettuazione, di test per valutare se la soluzione scelta possa esporsi a frodi (così come delineato dalla previsione 43 delle Linee guida EBA in materia di ICT e security risk management); e) la previsione di un test end-to-end sulla compatibilità della soluzione scelta con la tipologia di clientela, prodotti e servizi offerti dall'intermediario» (cfr., sul punto, T. ATRIGNA, Slide presentate nel corso del Webinar "Adeguata verifica a distanza: nuove Linee guida EBA", organizzato, in modalità telematica, dalla rivista "DB Non solo Diritto Bancario" in data 7 febbraio 2023).

idonee in relazione al profilo di rischio associato al cliente. 3. Se l'impresa non è in grado di ottenere i dati e le informazioni indicate non dà corso all'operazione, non avvia il rapporto continuativo ovvero pone in essere le limitazioni al rapporto già in essere previste dall'articolo 42, comma 2, e valuta se inviare una segnalazione di operazione sospetta. 4. L'impresa tiene la stessa condotta anche quando non riesce a verificare l'attendibilità degli stessi dati o ad avere certezza circa la coincidenza fra il cliente da identificare e il soggetto cui si riferiscono i dati e le informazioni trasmesse ovvero se dalle verifiche effettuate e dalle misure adottate emerge la falsità o l'incoerenza delle informazioni fornite a distanza. 5. L'impresa può identificare il cliente o il beneficiario, in caso di persone fisiche, anche da remoto tramite strumenti digitali di registrazione audio/video, purché sia utilizzato un sistema che garantisca la cifratura del canale di comunicazione mediante l'adozione di meccanismi standard, applicativi e protocolli aggiornati alla versione più recente»

- e che «9.L'impresa definisce una procedura scritta per condurre la sessione audio/video, prevedendo: a) l'acquisizione del consenso alla videoregistrazione e alla sua conservazione e dell'esplicita volontà del cliente di instaurare il rapporto continuativo; b) la conferma della data e dell'ora della registrazione, del numero di telefonia mobile e dell'indirizzo di posta elettronica, dei dati identificativi e degli altri dati inseriti in moduli precedentemente compilati in forma elettronica da parte del cliente; c) la dichiarazione da parte del personale delle proprie generalità; d) l'inquadratura del messaggio inoltrato dall'impresa al numero di telefonia mobile dichiarato, del fronte e del retro del documento di riconoscimento e del codice fiscale esibiti; e) la conferma dell'indirizzo di posta elettronica dichiarato tramite accesso all'indirizzo 50 Pag. 38/53 14980/19 appositamente predisposto per la verifica. 10. Le imprese conservano i dati di registrazione memorizzati in file audio-video, immagini e metadati strutturati in formato elettronico con modalità conformi alle previsioni in materia di conservazione di dati, documenti e informazioni, previsti dal decreto antiriciclaggio».

Per quanto concerne, invece, le linee di condotta che il personale deve seguire, esse sono trattate nei commi 6-8, i quali precisano che «6.Il personale addetto effettua la video-identificazione da remoto, a condizione che: a) le immagini video siano a colori e consentano una chiara visualizzazione dell'interlocutore, in termini di luminosità, nitidezza, contrasto, fluidità delle immagini; b) l'audio sia chiaramente udibile, privo di distorsioni o disturbi; c) la sessione audio/video, che ha ad oggetto le immagini video e l'audio del cliente e dell'operatore, sia effettuata in ambienti privi di elementi di disturbo. 7. Nel corso della video-identificazione il personale richiede l'esibizione di un valido documento d'identità, di cui viene

acquisita copia non modificabile in formato elettronico. 8. Il personale incaricato si astiene dall'avviare il processo di identificazione o lo sospende nel caso in cui la qualità dell'audio o del video, inclusa quella riferita al documento esibito, siano scarse o non adeguate a consentire l'identificazione del cliente o del beneficiario».

3. Cybersecurity e Protezione dei Dati

Le "Linee Guida Eba" in materia di *remote onboarding* si inseriscono, come già ricordato, nella Strategia di finanza digitale per l'UE rappresentata dalla Commissione al Parlamento UE nel settembre 2020, posto che le procedure di *Customer Due Diligence* (CDD) relative al *remote onboarding* si svolgono attraverso piattaforme telematiche ed ICT. Di qui il centrale ruolo, anche con riguardo alla *Customer Due Diligence* (CDD), della tematica, da tempo all'attenzione dell'Autorità, dei mercati, degli operatori, della Cybersicurezza³⁹, nonché della correlata tematica, solo apparentemente antagonista⁴⁰, della Protezione dei Dati.

Nel suesposto contesto viene, quindi, in considerazione anche il diritto alla Protezione dei Dati sancito, in primo luogo, dall'art. 16, paragrafo 1, del TFUE, secondo cui «Ogni persona ha diritto alla protezione

39 Termine, questo, che l'art. 1, comma 1, lett. a), del d.l. 14 giugno 2021, n. 82, recante "Disposizioni urgenti in materia di cybersicurezza, definizione dell'architettura nazionale di cybersicurezza e istituzione dell'Agenzia per la cybersicurezza nazionale", definisce come «l'insieme delle attività, fermi restando le attribuzioni di cui alla legge 3 agosto 2007, n. 124, e gli obblighi derivanti da trattati internazionali, necessarie per proteggere dalle minacce informatiche reti, sistemi informativi, servizi informatici e comunicazioni elettroniche, assicurandone la disponibilità, la confidenzialità e l'integrità e garantendone la resilienza, anche ai fini della tutela della sicurezza nazionale e dell'interesse nazionale nello spazio cibernetico».

40 Il diritto che funge da contraltare rispetto alla cybersicurezza è, come intuibile, la protezione dei dati personali, configurandosi, in tal modo, una sorta di rivalità insanabile tra l'Autorità per la Cybersicurezza Nazionale (ACN) ed il Garante per la Protezione dei Dati personali (GPDP), la quale, tuttavia, risulta essere solo apparente, non foss'altro perché entrambe le Autorità, in quanto pubbliche, risultano perseguire finalità di interesse collettivo. Infatti, come da un lato non potrebbe dirsi esistente qualsivoglia diritto di libertà ove non fossero garantiti contestualmente la sicurezza e l'ordine pubblico, dall'altro non potrebbe dirsi effettivo il diritto alla Protezione dei Dati personali in un contesto di totale assenza di cybersicurezza. Quanto appena affermato trova d'altra conferma nella circostanza che, ove l'ACN non operasse al fine di potenziare le misure di sicurezza cibernetica e, altresì, al fine di rafforzare la resilienza delle infrastrutture digitali, si rischierebbe di dover assistere, sul piano della Protezione dei Dati personali, a scenari non proprio rassicuranti. È sufficiente pensare, infatti, alle innumerevoli banche dati, pubbliche o private che siano, oggetto, per le finalità più disparate, di potenziali aggressioni cybernetiche, potendosi, in taluni casi, anche mettere a repentaglio la sicurezza nazionale. Si evince, dunque, chiaramente come il diritto alla Protezione dei Dati personali, oggi più che mai, non si limiti ad una mera dimensione individuale, ma si estenda fino a ricomprendere il più alto livello collettivo-nazionale: la sempre più rapida digitalizzazione, infatti, ha posto fuori dal controllo delle Autorità Nazionali ed Internazionali la odierna principale infrastruttura attraverso cui transitano i dati personali, rappresentata dal web, ed in particolar modo, dai *social network*.

dei dati di carattere personale che la riguardano», e dell'art. 8 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, secondo il quale «Ogni individuo ha diritto alla protezione dei dati di carattere personale che lo riguardano», e, in secondo luogo, dal Regolamento UE n. 2016/679 (GDPR), nel cui art. 4 viene fornita la definizione dei "dati di carattere personale" consistenti in «(q)ualsiasi informazione riguardante una persona fisica identificata o identificabile ("interessato"); si considera identificabile la persona fisica che può essere identificata, direttamente o indirettamente, con particolare riferimento a un identificativo come il nome, un numero di identificazione, dati relativi all'ubicazione, un identificativo online o a uno o più elementi caratteristici della sua identità fisica, fisiologica, genetica, psichica, economica, culturale o sociale»; elementi, tutti (o, comunque, per buona parte), utilizzati e/o utilizzabili ai fini dello svolgimento dell'attività di adeguata verifica della clientela.

La necessità di garantire una vera e propria Protezione dei Dati di cui si viene in possesso non passa, tuttavia, esclusivamente attraverso le canoniche previsioni del GDPR, quali, a titolo esemplificativo, i divieti di vendita a soggetti terzi o di diffusione presso il pubblico dei dati medesimi, quanto anche (e soprattutto) attraverso la *data protection* offerta dai sistemi di sicurezza informatica degli enti creditizi e finanziari nei confronti di possibili incursioni *hacker* e *data breach*, sempre più frequenti ed aggressive⁴¹ in danno, senz'alcuna distinzione, di infrastrutture digitali pubbliche e di istituzioni private d'impresa⁴².

Il collegamento tra la sicurezza dei sistemi informatici e la tutela dei dati personali si può spiegare attraverso il grande valore economico che questi ultimi rivestono nel contesto economico globale attuale, specie in ragione del loro peso commerciale e politico⁴³.

41 Secondo l'ultimo rapporto CLUSIT, «(n)el 2020 gli attacchi con impatto "Critico" rappresentavano il 14% del totale, quelli di livello "Alto" il 36%, quelli di livello "Medio" il 32% ed infine quelli di livello "Basso" il 19%. Complessivamente, gli attacchi gravi con effetti molto importanti (High) o devastanti (Critical) nel 2020 erano il 50% del campione. Nel 2021 la situazione è molto diversa e francamente impressionante: gli attacchi gravi con effetti molto importanti (High) sono il 47%, quelli devastanti (Critical) rappresentano il 32%, quelli di impatto significativo (Medium) il 19%, e quelli con impatto basso solo il 2%. In questo caso gli attacchi con impatto Critical e High sono il 79%».

42 Le aggressioni, mirate a colpire la *supply chain* (id est: la catena di distribuzione) di imprese di interesse nazionale ovvero di PPAA, pur risultando, per ovvie ragioni, più complesse ciberneticamente rispetto a quelle da muovere nei confronti di un privato cittadino, appaiono essere tuttavia più attrattive e, anche, potenzialmente più profittevoli.

43 A tale riguardo è possibile, a titolo esemplificativo, fare riferimento alla vicenda "Cambridge Analytica". Quest'ultima, fondata nel 2013 con lo scopo ultimo di occuparsi delle strategie di comunicazione politica per finalità elettorali, quale filiale della società britannica SCL Group, si occupava prevalentemente di *big data* e *data mining*, Essa, attraverso l'esercizio di dette attività, aveva sintetizzato vari modelli comportamentali-psicologici relativi alle diverse tipologie di utenti che navigavano in rete. La divisione di Cambridge Analytica - che è stata artefice di plurime campagne elettorali in molteplici Paesi (tra cui quella presidenziale di Donald Trump nel 2016 e, nello stesso

La conseguenza più immediata è che banche dati di dimensioni rilevanti, quali possono essere quelle di enti creditizi o finanziari, sono bersagli estremamente appetibili per i professionisti del *cybercrime*, i quali, non solo potrebbero rivendere le informazioni ottenute a terzi, ma, come sempre più frequentemente accade, potrebbero estorcere denaro tanto per la "restituzione" dei dati sottratti, quanto per liberare da vincoli, da essi apposti, i sistemi informatici dell'ente⁴⁴.

In aggiunta è necessario sottolineare come, in una società sempre più digitalmente interconnessa, sia piuttosto semplice, da parte dei professionisti del *cybercrime*, arrecare danni, partendo dalla sottrazione dei dati di singoli soggetti privati, a soggetti strategicamente rilevanti per l'interesse nazionale, definiti, dall'art. 3 del d.lgs. 65/2018, "Operatori di servizi essenziali", vale a dire «soggett(i) pubblic(i) o privat(i), della tipologia di cui all'allegato II⁴⁵, che soddisfa i criteri di cui all'articolo 4, comma 2⁴⁶», nel cui ambito rientrano gli intermediari bancari e finanziari, in quanto fornitori di servizi essenziali per il mantenimento di attività economiche fondamentali.

Di qui le ragioni della prevista vigilanza sull'adeguatezza della sicurezza informatica dei sistemi degli enti creditizi e finanziari, in quanto Operatori di servizi essenziali, da parte della nuova Agenzia per la Cybersecurity Nazionale (ACN), istituita ai sensi artt. 5-9 del d.l. 82/2021 (convertito, con modificazioni, nella L. 4 agosto 2021, n. 109), che si concretizza in attività di matrice consulenziale, ispettiva e

anno, quella *pro-Brexit*) - è stata resa celebre per via di un enorme scandalo relativo alla commercializzazione dei dati personali.

44 La maggior parte delle incursioni risulta condotta attraverso *ransomware*, vale a dire attraverso una specifica tipologia di virus che rende inaccessibili i file dei *device* infettati, al fine di richiedere, in cambio del loro ripristino, utilità di vario genere (denaro, criptovalute, etc.): così facendo, il *cybercrime* riesce a finanziarsi adeguatamente potenziando il proprio potenziale aggressivo cibernetico ed instaurando un vero e proprio circolo vizioso di incursioni sempre più devastanti seguiti da riscatti sempre più elevati. Secondo quanto affermato dal "Rapporto Clusit 2022 sulla sicurezza ICT in Italia", nell'anno 2018 l'utilizzo di *ransomware* rappresentava il 23% dei complessivi *malware*, nel 2019 raggiungevano il 46%, nel 2020 arrivavano al 67% con un numero di 220 attacchi, mentre nel 2021 la misura arrivava quasi al 75%. Lo stesso Rapporto afferma che «il C.N.A.I.P.I.C. (Centro nazionale anticrimine informatico per la protezione delle infrastrutture critiche), ha gestito 256 eventi ransomware (contro i 220 del 2020), di cui 61 contro Infrastrutture Critiche (IC), Operatori di Servizi Essenziali (OSE) e Piccole Amministrazioni Locali (PAL) e 195 attacchi ad aziende»..

45 L'allegato prende in considerazione i seguenti settori: a) Energia (1. Energia Elettrica, 2. Petrolio, 3. Gas); b) Trasporti (1. Trasporto aereo, 2. Trasporto ferroviario, 3. Trasporto via acqua, 4. Trasporto su strada); c) Settore bancario; d) Infrastrutture dei mercati finanziari; e) Settore Sanitario; f) Forniture e distribuzione di acqua potabile; g) Infrastrutture digitali.

46 I criteri per l'identificazione degli operatori di servizi essenziali sono i seguenti: a) un soggetto fornisce un servizio che è essenziale per il mantenimento di attività sociali e/o economiche fondamentali; b) la fornitura di tale servizio dipende dalla rete e dai sistemi informativi; c) un incidente avrebbe effetti negativi rilevanti sulla fornitura di tale servizio.

sanzionatoria.

E' necessario, altresì, evidenziare come, nell'ambito dell'adeguata verifica a distanza, la cybersicurezza rilevi anche sotto un ulteriore profilo, rappresentato dalla tutela dell'integrità dei server, delle reti di connessione e, più genericamente, del sistema informatico-cibernetico di cui risultano dotati gli istituti di credito o finanziari⁴⁷.

È, infatti, ragionevole immaginare la possibilità che un professionista del *cybercrime* possa, con sufficiente facilità, aggirare i sistemi di sicurezza approntati dai citati istituti, ove essi non siano in linea con *standard* e *Best practice* internazionali, al fine di ledere, tra gli altri, i presidi antiriciclaggio, così da aprire una breccia nell'intero sistema AML/CFT: appare ipotizzabile, a titolo d'esempio, l'inserimento illegale di falsa documentazione nella banca dati degli intermediari o, anche, la modificazione di contenuti della documentazione già presente all'interno delle suddette banche dati (*id est*: importi di operazioni; localizzazioni geografiche, etc.).

47 A riprova della rilevanza rivestita dal tema della Cybersicurezza in relazione al mondo della finanza, è possibile citare quanto dichiarato dalla Consob nel Comunicato stampa "Cybersecurity e società quotate: Sec, Esma e Consob a confronto sulla disciplina di trasparenza Ciocca: valutare se la resilienza agli attacchi hacker debba entrare nella reportistica periodica L'Autorità Usa per una comunicazione obbligatoria e non discrezionale Il punto oggi e domani all'Università Cattolica", all'interno del quale si precisa che «Le società quotate in Borsa dovrebbero prepararsi ad includere le informazioni sulla cybersecurity nella rendicontazione periodica obbligatoria resa al mercato, perché gli investitori hanno interesse a sapere quanto l'impresa in cui investono i propri soldi sia robusta o vulnerabile rispetto al rischio di attacchi hacker. È questa la posizione espressa da Luna Bloom della Sec (Securities and Exchange Commission), l'autorità di regolamentazione e di vigilanza sui mercati finanziari degli Stati Uniti, intervenendo al convegno "Cybersecurity, market disclosure & industry" in corso oggi e domani all'Università Cattolica del Sacro Cuore. I rischi cyber sono in crescita e hanno subito un'accelerazione a seguito della digitalizzazione dell'economia e della finanza, con forti impatti operativi, legali e reputazionali sulle società quotate, ha osservato Bloom. È cruciale dotarsi di regole stringenti e di competenze nei CdA delle quotate, ha aggiunto Bloom, secondo cui la trasparenza in materia di cybersecurity deve essere obbligatoria e non discrezionale. "Il rischio cyber ha un potenziale impatto sistemico", ha osservato Paolo Ciocca, Commissario Consob. "La questione non è se dare l'informazione, ma quando darla, come darla e cosa dire al mercato. Questo pone un onere a carico dei CdA". "Una divulgazione di informazioni sulla cybersecurity, coerente, comparabile e orientata alle decisioni, metterebbe gli investitori - ha commentato Elena Beccalli, preside della Facoltà di Scienze bancarie, finanziarie e assicurative della Cattolica - in una posizione migliore per comprendere rischi e incidenti". "La pandemia, la guerra in Ucraina e il frequente ricorso a fornitori esternalizzati hanno aumentato la minaccia di rischi sistemici", ha osservato, invece, Alexander Harris dell'Esma, secondo cui è necessaria la collaborazione tra regolatori e gli altri attori del mercato. Per i mercati finanziari dell'Unione Europea sarebbe un radicale cambiamento di prospettiva. Ad oggi, infatti, gli attacchi hacker sono soggetti alla disciplina di trasparenza degli eventi price sensitive. Questo significa che devono essere resi noti solo se e quando si verifica l'emergenza. È la stessa società, inoltre, a valutare se l'episodio sia oppure no di interesse per il mercato e in quali tempi eventualmente comunicare. Se le proposte della Sec fossero recepite anche in ambito Ue, l'informativa sulla cybersecurity diventerebbe non più volontaria ma obbligatoria e sarebbe sottoposta ad una disciplina di trasparenza secondo criteri predefiniti e validi per tutti».

Tali circostanze assumono carattere di ancor maggiore problematicità ove si consideri il fenomeno, sempre più frequente, della collaborazione criminale che da tempo - attesa l'elevata redditività delle incursioni cibernetiche e la scarsa probabilità di identificazione degli autori - si è instaurata tra esponenti della criminalità organizzata "tradizionale" ed i professionisti del *cybercrime*, disponibili, nel contesto del c.d. *dark web*⁴⁸, ad offrire, a fronte di ingenti corrispettivi, le proprie, specifiche competenze professionali.

È dunque di tutta evidenza, alla luce di quanto fin qui rappresentato, il ruolo di primaria importanza rivestito dalla cybersicurezza nel quadro delle soluzioni telematiche utilizzate nelle procedure di *remote onboarding*, nel contesto sia del trattamento e della conservazione dei dati dei clienti sia della protezione degli impianti telematici.

4. Conclusioni

Le Linee Guida EBA in materia di *remote onboarding* hanno il pregio di dettare, in luogo dei singoli interventi statuali, linee di indirizzo uniformi nell'area dell'Unione; esse, tuttavia, per quanto dettagliate e con taluni contenuti di carattere innovativo, necessiteranno, molto probabilmente, di un ulteriore livello di intervento applicativo da parte dell'autorità nazionale.

La tematica è, all'evidenza, figlia della costante evoluzione tecnologica che caratterizza, interessando sia l'utente sia l'impresa (commerciale, bancaria e finanziaria), l'attuale contesto globale, sempre più interconnesso, in cui nascono e si evolvono tumultuosamente nuove pratiche legate all'utilizzo delle *Information and Communication Technologies* (ICT), il cui impiego, nelle sue diverse soluzioni - quale pratica (sempre più pervasiva) in ambito bancario e finanziario - merita particolare attenzione, oltre che dal punto di vista meramente tecnico, per gli impatti che essa determina negli assetti degli intermediari. Da ultimo, alla luce di talune nuove soluzioni innovative, è stato autorevolmente rappresentato come «(i)ndagini di mercato evidenzi(no) che i fornitori di servizi finanziari che ricorrono a soluzioni DLT (*Distributed Ledger Technologies*) le utilizz(i)no principalmente come infrastruttura per l'offerta di servizi relativi a cripto-attività e, più in generale, alla tokenizzazione di attività, quali ad esempio le digitalizza-

48 Il "dark web" (in italiano: *web oscuro* o *rete oscura*) è il termine usato per definire i contenuti del *World Wide Web* ("rete di ampiezza mondiale") nelle *darknet* (reti oscure) che creano imitazioni di *software*, configurazioni e accessi autorizzati. Il *dark web*, non essendo raggiungibile dai classici motori di ricerca poiché si sovrappone alle normali reti e alle architetture delle reti private, rende molto difficile l'accesso, permettendo così lo svolgimento (in anonimato) di attività illegali.

zioni di oggetti del mondo reale (immobili, opere d'arte, ecc.) attraverso l'uso dei cosiddetti non-fungible-tokens. Le potenzialità connesse con l'adozione di "contratti intelligenti" (smart contracts) stanno oggi guidando ulteriori sviluppi nel campo della "finanza decentralizzata" (DeFI)». Tali soluzioni, per quanto meritevoli di attenzione, necessitano tuttavia di approfondimenti in ordine alle conseguenze, di ordine giuridico, tecnico ed economico, che, dal loro impiego, potrebbero discendere, dovendosi «(...) garantire (ai fruitori dei servizi) le stesse condizioni che oggi si richiedono per i sistemi tradizionali: sicurezza, continuità operativa, scalabilità, sostenibilità ambientale, certezza nei meccanismi di governance e nella gestione delle relazioni tra tutte le parti coinvolte (nel caso di specie il coinvolgimento riguarda gli effetti della "legge algoritmica" che regola questi sistemi) (...)». E ciò a dimostrazione che l'innovazione, per quanto ricca di risvolti positivi, non è esente da pericoli: «(...) il Fintech può costituire un volano per la crescita e lo sviluppo competitivo del sistema finanziario e produttivo. Il dialogo e il confronto con tutti gli operatori del mondo Fintech rappresentano un elemento fondante della strategia con la quale la Banca d'Italia opera affinché la transizione digitale generi benefici in favore della collettività»⁴⁹.

Anche con riguardo alla pratica del *remote onboarding* appare dunque necessario coniugare i numerosi profili di vantaggio, economico e di speditezza, offerti dalle nuove tecnologie, con la fondamentale esigenza, rappresentata nelle Linee Guida oltre che nelle presenti riflessioni, di assicurare, nel continuo, livelli di funzionalità tecnologica ed assetti organizzativi (*id est*: di *governance*) adeguati; obiettivo, questo, da perseguire attraverso l'adozione di solide e formali procedure di adeguata verifica, che implicano l'inevitabile coinvolgimento di diversi livelli di competenza e responsabilità, improntate a criteri di affidabilità e sicurezza, specie dal punto di vista delle soluzioni tecniche prescelte⁵⁰.

Un primo aspetto da tenere in considerazione, in tale pratica, è legato alla valutazione dei rischi gra-

49 Cfr. I. VISCO, *La Banca d'Italia per l'innovazione finanziaria: Milano Hub alla seconda Call for Proposals*, Milano, 25 novembre 2022.

50 Si segnala, a titolo esemplificativo, quanto indicato, in proposito, da E. MORLINI, cit.: «Le immagini in bianco nero sono scartate perché non attendibili. L'immagine del documento a colori e la filigrana sono utilizzate per individuare manomissioni. Nel processo di acquisizione automatica l'algoritmo differenzia l'oggetto da acquisire digitalmente dagli altri elementi presenti nello sfondo (Background Detection) e tiene conto della luminosità dell'ambiente in cui viene acquisita l'immagine e il tipo di riflesso di luce sul documento che rappresenta un elemento di disturbo (Glare detection) I dati acquisiti vengono analizzati in tempo reale, verificando il rispetto degli standard previsti e confrontandoli con le informazioni disponibili negli archivi pubblici (es. SCIPAFI): i. correttezza formale dei dati relativi ai documenti identificativi acquisiti; ii. assenza di anomalie rilevanti nell'indirizzo; iii. esito positivo della verifica del documento su archivi pubblici. (...) Utilizzo dello SPID rafforzato previsto per i servizi che richiedono un grado di sicurezza maggiore. Tale opzione evita di richiedere sistematicamente al cliente l'upload del documento identificativo (i cui dati vengono trasmessi dal gestore di identità digitale) eccetto il caso di documento scaduto».

vanti sull'intermediario in ordine alla potenziale violazione, da parte di agenti esterni, delle barriere di sicurezza dei propri apparati, a cui deve aggiungersi, come già segnalato, in ragione della (ormai esistente) globalità delle interconnessioni, l'altrettanto, potenziale pericolo che, attraverso il singolo intermediario, si finisca per accedere ad altri soggetti al medesimo, direttamente e/o indirettamente, collegati: si è avuto modo, infatti, di rammentare, come, nell'utilizzo delle nuove tecnologie a fini di *remote onboarding*, faccia premio la fondamentale tematica, riguardante ogni soggetto solo appena informatizzato, rappresentata dalla Cybersicurezza, anche oggetto da ultimo di particolare attenzione da parte del legislatore tanto nazionale (si veda, *ex multis*, il d.l. 21 settembre 2019, n. 105, recante "Disposizioni urgenti in materia di perimetro di sicurezza nazionale cibernetica" e, anche, il d.l. 14 giugno 2021, n. 82, recante "Disposizioni urgenti in materia di cybersicurezza, definizione dell'architettura nazionale di cybersicurezza e istituzione dell'Agenzia per la cybersicurezza nazionale") quanto Europeo [si veda, *ex multis*, la Direttiva Ue 2016/1148 recante "misure per un livello comune elevato di sicurezza delle reti e dei sistemi informativi nell'Unione" (c.d. Direttiva NIS)]. Le ICT, come noto, rappresentano varchi attraverso cui sono possibili incursioni *hacker* da parte di professionisti del *cyber-crime*, volti non solo a danneggiare i sistemi di cui gli enti dispongono, ma anche, ove vi siano obiettivi di ordine economico, a sottrarre ed impadronirsi di ogni dato personale disponibile. Di qui il profilo di convergenza tra l'attività degli istituti finanziari e creditizi e quella condotta dall'ACN, la quale, oltre ad esercitare nei loro confronti attività consulenziale ed ispettiva, ha anche il potere, in costanza di violazioni normative, di irrogare sanzioni.

Sotto altro profilo, la pratica del *remote onboarding*, in ragione delle articolate e trasversali implicazioni di ordine tecnico ed organizzativo che presenta, necessita di attenzione anche sotto il profilo gestionale. Invero, l'elaborazione e la trattazione di tale procedura, pur essendo collocata, formalmente, nell'ambito delle attività riconducibili nel perimetro della Funzione Antiriciclaggio, ha bisogno, al pari di qualunque altra attività di pari complessità, dell'ausilio di variegate competenze, sia pure in larga parte tecniche; ciò, tuttavia, non dev'essere di ostacolo né (i) a che il risultato ultimo della complessiva elaborazione della procedura [articolantesi in valutazioni (di ordine sia organizzativo sia tecnico), *policy*, etc.] - necessariamente condotta con il contributo delle competenti risorse professionali interne e, laddove necessario, con l'ausilio di adeguati sostegni consulenziali - resti, come richiesto dalla Direttiva UE 2018/843, nell'alveo delle attribuzioni assegnate alla Funzione AML/CFT, né (ii) a che la sua approvazione sia sottoposta alle valutazioni e deliberazioni dell'Organo amministrativo, quale principale responsabile di ogni scelta gestionale, a *fortiori* ove le decisioni assunte in ordine alla tipologia di procedura prescelta risultassero, *ex art. 2392*, comma 1, c.c., imprudenti. Va ricordato, in proposito,

«come in materia di responsabilità degli amministratori di società di capitali, l'insindacabilità del merito delle scelte di gestione (cd. "business judgement rule") trovi un limite nella ragionevolezza delle stesse da compiersi "ex ante" secondo i parametri della diligenza del mandatario, tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere»⁵¹.

E' evidente, dunque, come la complessità delle sfide imprenditoriali, sempre più spesso trasversali a più tematiche e ad elevato tasso di tecnicismo, implichi ed esiga un adeguato assetto di governo dell'ente, tale da permettergli di affrontare adeguatamente, ove munito delle necessarie (e variegate) competenze, ogni tematica, ricadente nell'oggetto sociale, da sottoporsi al proprio vaglio. L'adeguatezza dell'organo di governo, da sempre cruciale, è, come noto, oggetto del "supervisory review and evaluation process" (SREP), i cui risultati, con riguardo all'anno 2022, nell'evidenziare (tra le altre) criticità legate all'efficacia e alla composizione degli organi di amministrazione, alla loro idoneità complessiva e al loro ruolo di presidio sui rischi, sottolineano, quale principale elemento di preoccupazione, la «suboptimal compositions of the management body, including in terms of IT experience among board members and lack of formally independent board members, and allocation of responsibilities, compromising

51 Cfr. sul punto, Cass., Ord., Sez. I, del 24.1.2023, che a sua volta richiama, Cass. n.15470/2017. Sul delicato tema della c.d. «business judgement rule», cfr., ex plurimis, Cass. Civ., Sez. I, 28.4.1997, n. 3652, a tenore della quale «(a) l'amministratore di una società non può essere imputato a titolo di responsabilità ex art. 2392 c.c. di aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico, atteso che una tale valutazione attiene alla discrezionalità imprenditoriale e può pertanto eventualmente rilevare come giusta causa di revoca dell'amministratore, non come fonte di responsabilità contrattuale nei confronti della società. Ne consegue che il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione (o le modalità e circostanze di tali scelte), ma solo l'omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità», nonché Cass. Civ., Sez. I, 2.2. 2015, n.1783, la quale ha stabilito che «(i)n tema di responsabilità degli amministratori verso la società, il giudizio sulla violazione del generale obbligo di diligenza, cui l'amministratore deve attenersi nell'adempimento dei doveri imposti dalla legge o dall'atto costitutivo, non può tradursi nella valutazione dell'opportunità economica delle scelte di gestione operate dall'amministratore, ma deve riguardare il modo in cui esse sono compiute. Ne consegue che la responsabilità dell'amministratore può essere generata, ai sensi dell'art. 2392, comma 1, c.c., dall'eventuale omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste prima di procedere a quel tipo di scelta. (Nella fattispecie, la Suprema corte ha ritenuto che correttamente la Corte d'appello avesse affermato la responsabilità di un amministratore di una società per azioni, il quale, nell'imminenza della pubblicazione di una decisione arbitrale, aveva definito una controversia con una transazione oggettivamente sfavorevole per la società omettendo però di consultare preventivamente il legale della società, onde acquisire informazioni sul probabile esito della controversia, anche alla luce dell'attività istruttoria svolta, nonché elementi di valutazione circa il peso delle concessioni da offrire alla controparte e l'entità di quelle da richiedere)»

the management body's oversight and challenging capacity, especially in its supervisory function»⁵². Nello SREP, inoltre, viene specificato come «The main deficiencies in the operational resilience framework include (i) the management of risks related to IT outsourcing and reliance on third-party service providers for critical functions and services, and (ii) IT security and cyber risk management, including cyber hygiene measures and cyber resilience. More specifically, operational risk (including IT and cyber risk) has increased recently as a consequence of accelerated digitalisation triggered by the pandemic, changes in consumer preferences, competition from fintechs, an increased reliance on IT outsourcing and stronger headwinds stemming from the current geopolitical situation»⁵³; circostanza, questa, che trova conferma anche nell'Intervento del Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE svolto in sede di conferenza stampa sui risultati del ciclo SREP 2022, nel quale si sottolinea come «(l)a composizione degli organi di amministrazione (sia) spesso inadeguata, soprattutto in termini di esperienza informatica. (...) Il rischio di attacchi cibernetici, che era già aumentato durante la pandemia, si è intensificato ulteriormente nell'attuale contesto. Ora più che mai le banche devono affrontare le carenze strutturali negli accordi di esternalizzazione e nei sistemi di sicurezza informatica e di resilienza cibernetica. La digitalizzazione dei servizi bancari e finanziari esacerba anche altri rischi tra cui frodi, riciclaggio di denaro, carenze di competenze informatiche interne e perdita potenziale di clienti dovuta al mutare delle preferenze dei con-

⁵² Tale preoccupazione è data riscontrarla anche negli "Orientamenti della Banca d'Italia sulla composizione e sul funzionamento dei consigli di amministrazione delle LSI" del 29 novembre 2022, in cui è precisato che «(l)a compresenza nel board di esponenti con profili e sensibilità differenti (cd. diversity) contribuisce ad assicurare il buon funzionamento dei meccanismi di governo societario delle banche. La diversity permette infatti che nelle discussioni consiliari siano riportati differenti punti di vista, così da evitare il rischio di fenomeni di group thinking, promuovere l'adozione di decisioni più partecipate, consapevoli e ponderate, rafforzare il monitoraggio sul management e l'apprezzamento dei rischi connessi al perseguimento delle strategie aziendali. Come previsto dalla normativa, gli organi sociali devono essere adeguatamente diversificati in termini di età, genere, durata di permanenza nell'incarico e - limitatamente alle banche operanti in modo significativo in mercati internazionali - provenienza geografica degli esponenti. Inoltre, devono essere presenti soggetti dotati di professionalità adeguate al ruolo da ricoprire, anche in eventuali comitati endo-consiliari, e calibrate in relazione alle caratteristiche operative e dimensionali della banca. La disponibilità di un'ampia gamma di conoscenze all'interno del board può costituire un elemento utile anche per affrontare efficacemente le sfide della digitalizzazione e della sostenibilità. Si rammenta, inoltre, che in base alle Disposizioni della Banca d'Italia, spetta al CdA identificare preventivamente la propria "composizione qualitativa ottimale" e verificare la rispondenza tra questa e quella effettiva risultante dal processo di nomina, per garantire nel continuo l'adeguatezza dei profili e delle competenze dei propri esponenti, collettivamente considerati. Diversificazione delle competenze. Dall'analisi tematica è emerso che le competenze dei consiglieri non sono molto diversificate e che, in particolare, risultano meno frequenti quelle in materia di IT (compresi i profili relativi a fintech/cybersecurity), risk management e organizzazione/HR. A questo proposito si richiama quanto previsto dal Decreto Ministeriale 23 novembre 2020 n. 169, e dalle Disposizioni sul governo societario della Banca d'Italia, in merito alla composizione collettiva degli organi»

⁵³ Per un esame più ampio dei risultati dello SREP, si veda, da ultimo, E.DELLAROSA, *Le attese di BCE sulla governance delle Banche: chiavi di lettura dei risultati SREP*, in *Diritto Bancario*, 15.2.2023.

sumatori e alla crescente concorrenza da parte degli operatori fintech.

La maggior parte dei progetti digitali delle banche mira ad attrarre e fidelizzare la clientela e a migliorare l'efficienza in termini di costi. Tuttavia, l'entità degli investimenti delle banche resta limitata. Nel 2021 gli investimenti degli enti vigilati nella trasformazione digitale sono stati pari in media ad appena il 2,8% dei ricavi operativi netti.

Per monitorare l'ordinato processo di trasformazione digitale a sostegno di modelli di business solidi, la Vigilanza bancaria della BCE ha avviato diverse iniziative connesse alla digitalizzazione nel settore bancario. Il loro esito confluirà nella valutazione di vigilanza nel prossimo ciclo SREP».

Il cruciale tema della *diversity* riceve attenzione anche in ambito AML/CFT, ricordando al riguardo gli «Orientamenti sulle politiche e le procedure relative alla gestione della conformità e al ruolo e alle responsabilità del responsabile antiriciclaggio ai sensi dell'articolo 8 e del capo VI della direttiva (UE) 2015/849» (EBA/GL/2022/05 14 giugno 2022) che l'Organo di Gestione, in quanto «11 (...) responsabile dell'approvazione della strategia complessiva dell'ente creditizio o dell'istituto finanziario in materia di AML/CFT e della supervisione della sua attuazione», dovrebbe, tra l'altro, «possedere collettivamente conoscenze, abilità ed esperienze adeguate per poter capire i rischi di riciclaggio e del finanziamento del terrorismo (ML/TF) correlati alle attività e al modello di business dell'ente creditizio o dell'istituto finanziario, comprese le conoscenze del quadro giuridico e normativo nazionale in materia di prevenzione dell'ML/TF. (...)» e dovrebbe, altresì, «(...) 14. (...) garantire che il membro dell'organo di gestione di cui alla sezione 4.1.3 (cioè "(...) del membro dell'organo di gestione dell'AML/CFT") o, laddove applicabile, l'alto dirigente di cui alla sezione 4.1.4 (cioè dell'(...) alto dirigente responsabile dell'AML/CFT in assenza di un organo di gestione") che è responsabile dell'attuazione delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla direttiva (UE) 2015/849: a) possieda le conoscenze, le competenze e le esperienze necessarie per individuare, valutare e gestire i rischi di ML/TF cui è esposto l'ente creditizio o l'istituto finanziario nonché l'attuazione di politiche, controlli e procedure in materia di AML/CFT; b) possieda una buona comprensione del modello di business dell'ente creditizio o dell'istituto finanziario e del settore in cui esso opera, nonché della misura in cui tale modello di business espone l'ente creditizio o l'istituto finanziario a rischi di ML/TF; c) sia tempestivamente informato delle decisioni che possono incidere sui rischi cui è esposto l'ente creditizio o l'istituto finanziario. (...) 17. In particolare, il membro dell'organo di gestione da identificare ai sensi dell'articolo 46, paragrafo 4, della direttiva (UE) 2015/849 dovrebbe possedere sufficienti conoscenze, competenze ed esperienze concernenti i rischi di ML/TF e l'attuazione delle politiche, dei controlli e delle procedure in materia di AML/CFT, unitamente a

una buona comprensione del modello di business dell'ente creditizio o dell'istituto finanziario e del settore in cui l'ente o l'istituto opera. 18. Il membro dell'organo di gestione di cui all'articolo 46, paragrafo 4, della direttiva (UE) 2015/849 dovrebbe dedicare tempo sufficiente e disporre di risorse adeguate per assolvere efficacemente i propri compiti relativi all'AML/CFT. Dovrebbe riferire esaurientemente sui propri compiti, come indicato nella sezione 4.1.5, e informare regolarmente l'organo di gestione nella sua funzione di supervisione strategica, laddove necessario e senza indebito ritardo»⁵⁴.

⁵⁴ Cfr., sul tema, E.DELLAROSA, *Le nuove Linee Guida Eba sulla governance antiriciclaggio: quali cambiamenti per il Board delle banche*, in *Bancaria*, 1, 2023.

1. L'origine della figura dell'*observer*

La figura degli osservatori di nomina assembleare, ossia di soggetti che partecipano alle riunioni del consiglio di amministrazione, senza però avere diritto di voto, nasce – ed è sempre più utilizzata – nella prassi ma, nonostante la sua potenziale rilevanza, non riceve a tutt'oggi alcuna regolamentazione di legge, nemmeno a livello di *soft law*.

La pratica di nominare soggetti legittimati all'intervento in CdA, pur non essendo formalmente amministratori, trova comprensibilmente la sua maggior diffusione in presenza di investitori (fondi di *venture capital* o *private equity*) che, in ragione di una loro rilevante partecipazione al capitale della società, richiedano qualche diritto in seno all'amministrazione, al posto o in aggiunta a quello di nominare un membro del consiglio stesso. La prima opzione (diritto alla nomina del solo osservatore invece di un amministratore) appare particolarmente utile nel caso di società *start-up* o PMI innovative che, nelle prime fasi della loro crescita, ricevono numerosi *round* di finanziamento: è di tutta evidenza che, in contesti simili, garantire a tutti gli investitori il diritto di nomina di un membro del CdA porterebbe a *board* con un numero di componenti ingiustificatamente alto (e collegati ingiustificati costi, specie a fronte di società di dimensioni ancora relativamente ridotte). Di là da questa evenienza, la nomina di un mero *observer* appare un'alternativa appetibile anche per l'investitore stesso che, da un lato, si esonera così dalla responsabilità che deriverebbe, invece, dalla carica amministrativa e, dall'altro, avendo verosimilmente in portafoglio diverse società con lo stesso *core business*, evita pure potenziali problemi di conflitti di interessi o incompatibilità, in cui potrebbe incorrere se dovesse indicare propri fiduciari per la nomina all'interno dei *board* di tutte le società partecipate.

Ed è proprio sul profilo della non *accountability* dell'osservatore nei confronti della società che emergono i principali punti di interesse attorno alla figura: si tratta, infatti, di soggetto che tendenzialmente ha diritto a ricevere tutte le informazioni che ricevono gli amministratori, partecipare alle riunioni del consiglio e perfino intervenire nella discussione, senza però avere diritto di voto nella deliberazione finale. Non concorrendo, dunque, formalmente alle decisioni, l'*observer* non ha alcun dovere fiduciario e, di conseguenza, non può essere responsabile nei confronti della società e dei soci: un recente precedente delle *US Court of Appeals* precisa che l'impossibilità di configurare detto dovere fiduciario discende logicamente non solo dalla mancanza formale del diritto di voto sulla delibera consiliare, ma anche dal fatto che l'eventuale compenso, ove dovuto, debba essergli corrisposto dall'investitore che lo ha nominato sulla base del contratto con esso stipulato e dal fatto che, parimenti, il potere di re-

voca spetterebbe, appunto, allo stesso soggetto cui spetta la nomina e, pertanto, non alla società⁰¹. Come, dunque, l'amministratore nominato, revocabile e retribuito dai soci, deve agire nel loro primario interesse, così l'osservatore nominato (revocabile, ed eventualmente retribuito) dall'investitore dovrà rispondere nei confronti di questo solo soggetto e non della società tutta.

2. La prassi

Per quanto la mancanza del diritto di voto sulla delibera consiliare non sia circostanza di poco conto, occorre, però, considerare che la partecipazione al dibattito di questi soggetti potrebbe influenzare (e potenzialmente complicare) la discussione e la successiva decisione del CdA anche in maniera notevole, per di più introducendo argomenti mirati alla tutela di interessi (quelli, appunto dell'investitore che li nomina), che non sono per forza coincidenti con quelli della società⁰².

Proprio in ragione del potenziale peso della presenza di osservatori nelle riunioni dei CdA, pare allora opportuno regolare in maniera dettagliata nello statuto o in un contratto separato (c.d. *board observer agreement*) i loro poteri e doveri. I punti su cui la prassi normalmente si concentra⁰³ sono relativi a:

- i) i soggetti che hanno diritto di nominarli, le modalità e la durata dell'incarico: in particolare, mentre alcune clausole richiedono che si detenga una determinata quota minima di capitale per poter accedere al diritto di nomina di un osservatore (circostanza perfettamente coerente con la necessità di dare rappresentanza agli interessi dei fondi con partecipazioni rilevanti), in altri casi la designazione di un dato numero di osservatori è riservata ai soci riuniti in assemblea generale, ossia – sembra – alla stessa maggioranza che nomina gli amministratori;
- ii) i limiti dei loro diritti: la società potrà, in primo luogo, stabilire se abbiano diritto a partecipare a tutte le riunioni del consiglio di amministrazione o limitarne la presenza, ad esempio, in base agli argomenti all'ordine del giorno; si potrà altresì estendere la loro partecipazione anche ai *meeting*

⁰¹ V. Third Circuit decision of the US Court of Appeals, 2019, reperibile all'indirizzo <https://www.govinfo.gov/content/pkg/USCOURTS-ca3-18-01849/pdf/USCOURTS-ca3-18-01849-0.pdf>

⁰² Del resto, a riprova della non irrilevante influenza che può derivare anche dalla mera partecipazione al dibattito, normalmente ove è escluso il diritto di voto è escluso altresì il diritto di intervento (v. ad es. art. 2370 c.c.)

⁰³ Alcuni esempi di *board observer agreements* sono consultabili negli archivi della *Security Exchange Commission* statunitense agli indirizzi <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1619762/000161976220000018/igt-123119xexhibitx215.htm>; <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1456016/000145601615000045/gcear-exhibit101boardobser.htm>; <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/918541/000119312521089609/d162543dex102.htm>.

dei singoli comitati interni al consiglio (il che, con tutta evidenza, sarebbe particolarmente rilevante nel caso di "accesso" alle discussioni del comitato esecutivo), sino ad arrivare a designarli quali membri qualora lo statuto consenta anche a soggetti non amministratori di essere nominati in seno ai comitati⁰⁴. Inoltre, si potrebbe prevedere una speculare regolamentazione dei poteri del *board*, stabilendo se e quando il Presidente o un altro membro abbia diritto di escluderli dal dibattito e, in particolare, come dovranno comportarsi in casi di conflitto di interessi e/o di discussione su decisioni che potranno avere un impatto diretto sulla posizione dell'investitore che rappresentano. Infine, una dettagliata disciplina potrebbe essere dedicata alle informazioni e documenti che gli osservatori hanno diritto di ricevere⁰⁵;

iii) gli obblighi di riservatezza gravanti sugli *observer* e i soggetti responsabili della loro eventuale violazione⁰⁶;

iv) eventuali obblighi di segnalazione o *disclosure*, specie per le società che negozino le proprie partecipazioni sul mercato, qualora gli osservatori siano effettivamente nominati: si tratta, infatti, di informazione potenzialmente rilevante per gli *stakeholders* e il pubblico, che potranno, così, sapere non solo chi siano i soggetti che effettivamente prendono le decisioni, ma anche quelli che potrebbero fortemente influenzarle.

3. Qualche riflessione e problema applicativo

Se la circostanza sopra descritta – in cui il diritto di nomina dell'*observer* è riservato ad un investitore con una partecipazione rilevante – pare sollevare meno dubbi, chiara la *ratio* sottesa, qualche interrogativo in più sembra sorgere qualora la nomina di uno o più osservatori sia riservata ai soci riuniti in assemblea generale, ossia alla stessa maggioranza che nomina anche gli amministratori: in questo caso, infatti, la loro presenza non sembra rispondere a quella funzione di "*monitoring*" o di influenza esercitati nell'interesse di un particolare investitore. Ci si deve, dunque, chiedere, se le considerazioni svolte sopra siano *in toto* replicabili in questa situazione.

⁰⁴ V. ad esempio quanto previsto dal *Code of Conduct for the Observer at meetings of the Board of Directors* della BIS (*Bank for international settlement*) reperibile all'indirizzo <https://www.bis.org/about/observercode.pdf>.

⁰⁵ Sul tema dell'estensione del diritto a ricevere informazione e documenti v. *Braga Inv. & Advisory vs. Yenni Income Opportunities Fund I, L.P.*, Delaware Court of Chancery, 8 giugno 2020, consultabile all'indirizzo <https://www.casemine.com/judgement/us/5ee898b64653d025cfc5db02>.

⁰⁶ Sul punto v. *Netologic INC. vs. Goldman Sachs Grp. INC.*, Supreme Court of the State of New York, County of New York, 1 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo <https://www.casemine.com/judgement/us/5c02f118342cca0e508c98fd>.

Anzitutto, se gli osservatori sono veri e propri delegati della stessa maggioranza assembleare che nomina gli amministratori, occorre interrogarsi sulle possibili differenze tra le loro funzioni. In primo luogo, infatti, se è vero che la non spettanza di un formale diritto di voto deve tendenzialmente condurre all'esclusione della loro responsabilità in caso di danni arrecati alla società, è pur vero che tutte le altre condizioni elencate dalla decisione sopra citata⁰⁷ come motivi a sostegno dell'insussistenza di qualsivoglia dovere fiduciario nei confronti della società stessa sono in questo caso carenti: se l'assemblea generale ha il potere di nominarli, per logica dovrebbe avere lo speculare potere di revoca, così come quello di attribuire loro, ove ritenuto opportuno, un compenso per il ruolo svolto. Alla luce di ciò, pare più difficile negare, almeno in qualche misura, una loro *accountability* verso la società, i cui interessi sono chiamati a rappresentare: ci si chiede, ad esempio, se sia necessario includere nella verbalizzazione la loro partecipazione e il contenuto dei loro interventi; ancora, ci si potrebbe domandare se, pur non votando, non siano tenuti a dichiarare o addirittura far annotare la propria opinione dissenziente in caso di discussione su operazioni potenzialmente pregiudizievoli, magari svolte in relazione a materie di cui sono particolarmente esperti (e per cui proprio la loro perizia sia stata ragione della nomina).

Non sfuggirà, poi, che, in casi simili, il confine con la fattispecie dell'amministratore di fatto si fa assai labile. Per ormai consolidata dottrina e giurisprudenza, infatti, si può qualificare un soggetto, pur non investito formalmente della carica di amministratore della società, quale amministratore di fatto quando si provi che esso svolga o abbia svolto, in termini non occasionali o episodici, l'attività gestoria ingerendosi nella direzione dell'impresa, impartendo direttive agli amministratori o influenzandone le scelte: in questa evenienza, detto soggetto potrà essere considerato responsabile al pari degli amministratori formalmente nominati⁰⁸. Dello stesso avviso, con specifico riguardo al caso di un osservatore ammesso alle riunioni del *board*, appare la sentenza di una corte inglese, che stabilisce che l'*observer* potrà essere considerato *shadow director* qualora si dimostri che gli amministratori formalmente nominati hanno agito seguendo una sua direttiva, anche se per altre decisioni sono stati indipendenti⁰⁹.

⁰⁷ V. *supra*, nt. 1.

⁰⁸ Sul tema, tra i contributi più recenti, v. F. CUCCU, *L'amministratore di fatto fra sistematicità e completezza dell'esercizio di funzioni gestorie*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 546 ss.; F. BRIZZI, *Brevi appunti sulla figura dell'amministratore di fatto e sui criteri di determinazione del danno risarcibile*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2022, II, 349 ss.; G. BARBARA, *Fatti di amministrazione e amministratore di fatto: configurazione della fattispecie e disciplina applicabile tra legittimità e inadeguatezza degli assetti*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2022, 1345 ss.

⁰⁹ Il riferimento è a *Standish & Ors v. The Royal Bank of Scotland plc & Anor*, Englan and Wales High Court (Chancery division), 19 novembre 2019, reperibile all'indirizzo <https://www.casemine.com/judgement/uk/5dd623be2c94e02de8458e47>.

Si pensi, allora, a circostanze in cui gli osservatori nominati dalla maggioranza assembleare siano usati dagli amministratori per condurre l'istruttoria su determinate operazioni, che siano poi solo formalmente da loro concluse, o situazioni in cui, comunque, il parere di un *observer* esperto su di una particolare materia influenzi in maniera decisiva la deliberazione finale del *board*: è ben chiaro come, in questi esempi, la valutazione giudiziale delle circostanze concrete potrebbe (o dovrebbe?) portare a una declaratoria di responsabilità dell'osservatore in solido con gli amministratori.

Ci si chiede, infine, se, trattandosi di soggetti formalmente nominati, pur con una carica diversa da quella amministrativa, non possano comunque essere soggetti al sistema dei controlli interni (e, *in primis*, del collegio sindacale), in ragione della loro potenziale influenza sulle gestioni.

Quel che pare probabile è che nuove e più puntuali risposte a questi interrogativi potranno giungere in futuro da dottrina e giurisprudenza e, perché no, da qualche regolatore, in ragione della crescente diffusione della prassi nel mercato societario.

SOMMARIO: 1. Una premessa necessaria: il ruolo della *governance* degli enti assicurativi. 2. Il quadro normativo di riferimento in materia. 3. I poteri di valutazione degli Organi di governo societario nella scelta dei propri componenti. 3.1. ... in talune fattispecie. 4. Considerazioni critiche 5. Conclusioni.

1. Una premessa necessaria: il ruolo della *governance* in ambito assicurativo.

Nell'ultimo ventennio e, in particolare, a seguito della nota crisi dei mutui *subprime* del 2007-2008 e del progressivo incremento della concorrenza nel mercato assicurativo, è stato intrapreso, a livello europeo, un processo di potenziamento della disciplina in materia di *governance*. Ci si riferisce principalmente alla Direttiva *Solvency II*⁰¹ che si propone di perseguire la stabilità della singola impresa e, di conseguenza, dell'intero mercato assicurativo⁰². Chiaro, pertanto, l'intento del Legislatore europeo di conferire ruolo cardine alla *governance* al fine di assicurare la *sana e prudente gestione*⁰³ dell'impresa, il rispetto della concorrenza nel mercato assicurativo e la tutela della clientela.

Preliminarmente, occorre chiarire che un sistema di governo efficiente e adeguato è un elemento imprescindibile per garantire il conseguimento degli obiettivi aziendali di un'impresa assicurativa. Infatti, la *governance* assurge a criterio di misurazione del benessere aziendale essendo l'attività svolta, tra l'altro, dagli esponenti aziendali in rapporto all'effettivo perseguimento degli scopi sociali⁰⁴.

È evidente poi che l'efficienza di un'organizzazione interna di un ente in ambito assicurativo, come anche in quello bancario, sia strettamente collegata al contesto sociale ed economico in cui l'impresa

⁰¹ Direttiva 2009/138/CE del 25 novembre 2009. Per alcune riflessioni generali sull'impianto della Direttiva *Solvency II*, si vedano, *ex multis*, F. KUHNHAUSEN, *Solvency II- status quo and steps ahead*, in *European insurance law review*, 2016, 54 ss.; G. RAGO E F. SANTOBONI, *Solvency II: cambiano le regole di fare assicurazione*, in *Il governo dei rischi in banca*, a cura di P. LEONE, P. PORRETTA, F. TUTINO, Cedam, Padova, 2016, 225 ss.

⁰² Cfr. E. GALANTI, P. ROSATONE, *Il nuovo codice delle assicurazioni private e il futuro della vigilanza sulle assicurazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, I, n. 2, p. 159, in www.fondazione-capriglione.luiss.it. Ugualmente, cfr. A. CANDIAN, L. VELLISCIG, *La solvibilità come strumento virtuoso di concorrenza tra imprese: Solvency II*, in *Economia dei servizi: Mercati, Istituzioni, Management*, 2014, p. 218.

⁰³ Cfr. L. DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. Economia ass.*, 2010, 2, 312. Ed ancora, F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2017, p. 135.

⁰⁴ Così F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sulla governance nel settore del credito*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, supplemento n. 2 al n. 4/2016.

opera⁰⁵. È un dato di comune esperienza considerare l'attività gestoria delle imprese avendo riguardo ai condizionamenti che provengono da fattori esterni di differente natura. Pertanto, i processi di *governance* devono essere necessariamente flessibili al fine di adattare il sistema assicurativo alle conseguenze di importanti *shock* di natura esogena⁰⁶, come quelli derivanti dalla pandemia da Covid-19 e dall'invasione russa all'Ucraina.

Si ritiene, dunque, pacifico affermare che l'adozione di un'efficace organizzazione interna di una impresa di assicurazione o di riassicurazione sia fondamentale per il buon andamento del mercato e per una maggiore fiducia collettiva nel sistema assicurativo. Peraltro, oltre ad essere efficace, un sistema di governo deve essere proporzionato al rischio di impresa attuale nonché prospettico, ricomprendendo altresì quello ambientale e sociale⁰⁷; ciò, al fine di garantire un'adeguata consapevolezza degli organi di *governance*.

Vi è, pertanto, da interrogarsi, preliminarmente, sulla correttezza e imparzialità della valutazione effettuata dagli organi competenti in merito alla scelta di nuovi esponenti aziendali. Si ritiene, poi, necessario comprendere se la *sana e prudente gestione* di un'impresa assicurativa o di riassicurazione venga perseguita esclusivamente mediante l'osservanza di specifici *requisiti* e *criteri* di cui devono essere in possesso gli esponenti dell'impresa, piuttosto che attraverso l'ottimizzazione dei processi decisionali.

2. Il quadro normativo di riferimento in materia.

Come anticipato, l'impianto normativo di matrice europea è rinvenibile nella Direttiva *Solvency II* e nelle relative misure di attuazione, tra le quali, nell'ordinamento italiano, va annoverato il Decreto Legislativo n. 74 del 12 maggio 2015. Con il soprammenzionato provvedimento, il Legislatore europeo ha inteso perseguire, *inter alia*, la finalità della stabilità dell'intero sistema assicurativo, da ottenere attraverso il rafforzamento dei requisiti patrimoniali (primo pilastro) e mediante la definizione di criteri di natura qualitativa relativi all'organizzazione interna delle imprese (secondo pilastro).

⁰⁵ *Ibidem*.

⁰⁶ Intervento D. ROSSANO, *Requisiti di onorabilità e criteri di correttezza*, in "Nuovi requisiti e criteri di idoneità degli esponenti delle assicurazioni e riassicurazioni", relazione esposta nel corso del webinar di diritto bancario, 6 ottobre 2022.

⁰⁷ Si veda, in proposito, l'art. 4 del Regolamento Ivass n. 38/2018.

Di tutta evidenza, il Legislatore europeo ha intrapreso un processo di armonizzazione⁰⁸ in materia, lasciando, tuttavia, margini di autonomia alle imprese assicurative e di riassicurazione in merito all'identificazione dei presidi di natura organizzativa e procedurale che le stesse devono adottare per poter gestire i rischi cui sono esposte. In materia assumono significativo rilievo le prescrizioni disciplinari contenute nel Regolamento Delegato (UE) 2015/35 del 10 ottobre 2014 nonché negli *standards* tecnici dell'EIOPA⁰⁹ destinati ad assicurare il corretto processo di armonizzazione dell'*agere* delle Autorità di vigilanza nazionale, coerentemente con le indicazioni presenti nella Direttiva *Solvency II*.

Ovviamente, le imprese assicurative saranno tenute al rispetto del principio di proporzionalità¹⁰; orientata in tal senso, la *Lettera al mercato* del 5 luglio 2018 redatta dall'Ivass¹¹, ove vengono suggeriti modelli organizzativi ottimali associati a quelli di *governance*. L'impostazione dell'Autorità di vigilanza italiana ha poi trovato conferma in ambito europeo negli orientamenti dell'EIOPA *Insurance and Reinsurance Stakeholder Group*¹².

Orbene, dal momento che nel *framework* normativo europeo e nazionale mancano parametri certi su cui fondare l'applicazione del principio di proporzionalità, il relativo onere di implementazione è stato deferito alle Autorità di settore e alle imprese di assicurazione. A queste ultime spetta, infatti, il compito di definire, in ragione del proprio profilo di rischio, l'assetto di governo societario più idoneo al perseguimento della *sana e prudente gestione*¹³.

⁰⁸ Si evidenzia, in particolare: Vigilanza bancaria BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*, Francoforte, maggio 2018.

⁰⁹ Si intendono evidenziare, altresì, le Linee guida EIOPA consultabili sul sito EIOPA: www.eiopa.europa.eu. Si veda, inoltre, al riguardo: *EIOPA pubblica il Final Report sulle Linee Guida in materia di governance e ORSA*, in *Panorama Assicurativo*, n. 137, marzo 2015 (Sezione "UE"). Si veda, ancora: *EIOPA: Consultazione su sicurezza e governance delle tecnologie e dei sistemi informativi (ICT)*, in *Panorama Assicurativo* n. 195, gennaio 2020, (Sezione "UE").

¹⁰ Il principio di proporzionalità, sancito dall'articolo 74, paragrafo 2, della direttiva 2013/36/UE, mira a garantire che i dispositivi di governance interna siano coerenti con il profilo di rischio individuale e il modello di *business* dell'ente, in modo che gli obiettivi degli obblighi regolamentari siano raggiunti in modo efficace. Per ulteriori approfondimenti si rinvia agli *Orientamenti EBA sulla Governance interna* del 21/03/2018, consultabili sul sito dell'EBA: www.eba.europa.eu

¹¹ Consultabile sul sito dell'IVASS al seguente *link*: www.ivass.it.

¹² Ci si riferisce, in particolare, al *Solvency II Guidelines on System of Governance. Informal advice by the EIOPA Insurance and Reinsurance Stakeholder Group*, EIOPA, IRSG, 18 - 25 del 9 ottobre 2018 disponibile sul sito EIOPA al seguente *link*: www.eiopa.europa.eu.

¹³ Obiettivo cardine previsto altresì dagli artt. 3 e 5 comma 2 del Codice delle Assicurazioni Private.

A tal fine, l'Ivass ha adottato un apposito regolamento (n. 38/2018), assegnando agli Organi di gestione il compito di individuare una specifica politica di indirizzo per l'identificazione e la valutazione del possesso dei requisiti di idoneità alla carica, in termini di onorabilità, professionalità e indipendenza di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo¹⁴.

Con il medesimo obiettivo di garantire la presenza di adeguate competenze all'interno dei *boards* delle imprese assicurative e, in ossequio al disposto di cui all'art. 76 del Codice delle Assicurazioni Private, è stato introdotto il Decreto del 2 maggio 2022, n. 88 del Ministero dello Sviluppo Economico¹⁵, che, come si vedrà, definisce rigide regole di condotta. Quest'ultimo, entrato in vigore il 1° novembre 2022, reca disposizioni normative in merito ai requisiti degli esponenti aziendali delle assicurazioni.

La disciplina in questione, come quella contenuta nel Decreto MEF n. 169/2020¹⁶ in materia bancaria, ha come obiettivo di disciplinare i requisiti e i criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione e di controllo nonché di coloro che ricoprono posizioni apicali presso imprese di assicurazione e di riassicurazione.

Preliminarmente, il Decreto MISE in esame effettua una distinzione tra *requisiti* e *criteri*. I primi assumono carattere tassativo, con la possibilità di essere ampliati in sede statutaria. Per converso, i secondi necessitano di una valutazione *ad hoc* che deve essere effettuata dall'organo competente, il quale, deve tener conto delle specificità del caso concreto, nonché della funzione che il soggetto incaricato dovrà svolgere all'interno dell'ente assicurativo.

Orbene, vengono specificati, in tale provvedimento, i requisiti di onorabilità, correttezza, professionalità e competenza, nonché indipendenza, fermo restando l'onere posto a carico dei soggetti interessati

¹⁴ Nonché, anche in caso di esternalizzazione o sub esternalizzazione dei titolari e di coloro che svolgono funzioni fondamentali e dell'ulteriore personale in grado di incidere in modo significativo sul profilo di rischio dell'impresa.

¹⁵ Sostituisce il Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico n. 220 dell'11 novembre 2011. Emesso in data 11 luglio 2022 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 160. Con nota n. prot. 0019922 del 20 ottobre 2021, il MISE ha richiesto il parere al Consiglio di Stato sullo schema di decreto, che reca 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 private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209. Si rimanda al sito del Consiglio di Stato per la lettura integrale del parere: www.giustizia-amministrativa.it

¹⁶ Il Decreto MEF e il Decreto MISE in esame sono sostanzialmente speculari. Si veda per una approfondita riflessione sul Decreto MEF: R. MASERA, D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2021; e ancora, D. ROSSANO, *Prime riflessioni sul decreto sui requisiti degli esponenti aziendali*, in *dirittobancario.it*, 2020.

di rispettare i limiti al cumulo degli incarichi e dedicare il tempo ritenuto necessario allo svolgimento dell'incarico.

Occorre tener presente che il Regolatore ha stabilito (in particolare, all'art. 10 del Decreto in esame) i criteri in base ai quali valutare l'adeguata composizione collettiva degli organi di amministrazione e controllo. Significativa a riguardo è la circostanza per cui tale composizione deve essere adeguatamente *diversificata* in modo da alimentare il confronto e la dialettica interna agli organi. È, infatti, necessario favorire l'emersione, all'interno del consesso, di una pluralità di vedute e prospettive con riferimento alle diverse tematiche sottoposte al vaglio del *board*, sicché quest'ultimo assuma decisioni ottimali nell'ottica di favorire i processi aziendali di elaborazione delle strategie. Viene, a tal fine, in rilievo, la necessità di assicurare, all'interno degli organi di gestione, la diversificazione dei componenti in base all'età, al genere¹⁷, alla durata di permanenza dell'incarico e alla provenienza geografica.

Completano il quadro regolatorio in materia le previsioni disciplinari che impongono il rispetto dei principi fondamentali di proporzionalità e gradualità: il primo, ispirato alla necessità di tener conto delle diversità degli intermediari; il secondo, orientato all'esigenza di favorire l'accesso a metodologie e processi progressivamente più avanzati¹⁸.

3. I poteri di valutazione degli Organi di governo societario nella scelta dei propri componenti.

Esaurita la breve ricognizione normativa in materia, si ritiene opportuno soffermare l'attenzione sugli ampi poteri attribuiti dal Legislatore, con il Decreto n. 88, ai componenti degli organi di governo societario nella scelta degli esponenti aziendali di imprese assicurative.

Venendo, preliminarmente, a quanto previsto per la valutazione della sussistenza del requisito di ono-

¹⁷ Per maggiore approfondimento in materia, si rimanda ad un interessante studio dell'IVASS relativo al ruolo delle donne nei CdA delle imprese di assicurazione, *Quaderno n. 22 Donne, board e imprese di assicurazione* del 24 gennaio 2022 consultabile sul sito dell'IVASS, cui si rimanda: www.lvass.it.

Ancora, in data 15 novembre 2022, il Consiglio dell'Unione europea ha adottato la propria posizione sulla proposta di direttiva riguardante il miglioramento della parità di genere fra gli amministratori delle società quotate e relative misure. In particolare, viene evidenziato come il conseguimento della parità di genere sul posto di lavoro richieda un approccio globale che comprenda anche la promozione di un processo decisionale equilibrato sotto il profilo della parità di genere nelle imprese a tutti i livelli, nonché il superamento della differenza retributiva di genere. Tale *Posizione* (UE) n. 3/2022 del Consiglio è consultabile al seguente *link*: www.dirittobancario.it

¹⁸ Cfr. BOCCUZZI, *Nuove forme di regolazione della stabilità bancaria: la funzione di compliance quale nuova frontiera della supervisione di settore*, in *Mondo banc.*, 2006, n. 2-3, p. 64 ss.

rabilità di cui all'art. 3 del Decreto¹⁹, quest'ultimo ricorre qualora i soggetti non si trovino in situazioni penalmente rilevanti ovvero non versino in stato di interdizione legale o altre tra le situazioni previste all'art. 2382 c.c. e non siano stati condannati con sentenza definitiva ai sensi del Codice penale²⁰. Sicché, l'Organo competente effettuerà una disamina oggettiva basata sulle trasmesse dal soggetto interessato.

Occorre, poi, soffermare l'attenzione sulla disciplina prevista per la valutazione, da parte del *board*, della presenza del criterio di correttezza di cui all'art. 4 del Decreto in esame. Quest'ultimo prevede una valutazione, da parte dell'Organo competente, condotta in riguardo agli obiettivi di *sana e prudente gestione* nonché di salvaguardia dell'impresa e di fiducia del pubblico. Più nel dettaglio, la correttezza necessita di essere valutata, come emerge dalla lettura del disposto normativo, anche alla luce di indagini in corso, sentenze non definitive, etc²¹; la sussistenza di una (o più) delle ipotesi elencate dalla disposizione richiede, dunque, una valutazione preliminare dell'Organo di governo interessato.

A ben riflettere, in siffatto contesto, anticipare l'esame degli effetti dei procedimenti penali alla fase di indagine e a quella di rinvio preliminare a giudizio, ponendolo, dunque, a carico dell'Organo competente, implica un onere eccessivo a carico di quest'ultimo. Si ha riguardo, ad esempio, alle criticità connesse alla valutazione di inidoneità di un soggetto a ricoprire una determinata carica perché sottoposto ad indagini. Dubbi sorgono, infatti, in ordine alle conseguenze che discendono nell'ipotesi in cui un candidato, ritenuto inidoneo in quanto soggetto ad indagini preliminari, veda, poi, archiviata la propria posizione in sede penale²². Quest'ultimo potrebbe subire un danno reputazionale all'esito della valutazione negativa effettuata nei suoi riguardi; di qui, l'esperimento di possibili azioni giudiziali da parte del soggetto che intenda tutelare la propria posizione.

¹⁹ Si specifica, ancora una volta, come tali requisiti siano speculari a quelli previsti dal Decreto MEF n. 169/2020 per gli esponenti di banche e intermediari finanziari. In proposito, si rimanda a: R. MASERA, D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, op.cit..

²⁰ Si rimanda alla lettura integrale dell'art. 3 comma 1 lett b) par. 1 del Decreto MISE in esame.

²¹ Si tratta, in particolare, di «..Sanzioni amministrative irrogate per la violazione di normativa societaria, bancaria, finanziaria, assicurativa, antiriciclaggio e strumenti di pagamento, sospensione o radiazione da albi, cancellazione da elenchi e ordini professionali irrogate dalle autorità competenti sugli organi professionali medesimi, oltre ad altri criteri sopra indicati».

²² Così R. MASERA, D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, op.cit..

Sotto altro profilo, in letteratura²³ vengono evidenziate criticità in ordine all'indipendenza e la veridicità del giudizio espresso dall'Organo di gestione competente nelle valutazioni di cui trattasi; in effetti, è stato osservato che «il giudizio del CdA non può essere considerato espresso da un organo che abbia carattere di terzietà rispetto alla decisione che è chiamato a prendere; conseguentemente tale giudizio non è in grado di conseguire l'obiettività tipicamente propria delle decisioni formulate in sede giurisdizionale»²⁴. Ancor di più appare condivisibile l'assunto secondo cui sussiste «nella fattispecie la possibilità che vengano a manifestarsi intrecci, sovrapposizioni o addirittura conflitti di interesse con l'ovvia conseguenza che il potere decisionale del CDA potrà rivelarsi non coerente con gli obiettivi avuti di mira dal legislatore»²⁵.

3.1. ... in talune fattispecie.

Sulla scorta delle considerazioni sinora effettuate, appare opportuno analizzare in questa sede alcune fattispecie critiche a dimostrazione delle difficoltà che i componenti degli Organi di gestione societaria incontreranno in sede valutativa nella scelta dei candidati idonei all'incarico da svolgere.

In proposito, l'art. 4 comma 2, prevede che gli esponenti debbano soddisfare i criteri di correttezza nelle condotte personali e professionali pregresse. In particolare, ci si riferisce alla disposizione di cui alla lett. g) ove il Legislatore specifica le ipotesi in cui un determinato soggetto abbia svolto incarichi in imprese che siano state sottoposte ad amministrazione straordinaria, procedure di risoluzione, fallimento o liquidazione coatta amministrativa, rimozione collettiva dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, revoca dell'autorizzazione ai sensi dell'art. 242 Cod. ass. priv. o, infine, qualora siano assoggettate a procedure equiparate. È di tutta evidenza che il Regolatore non abbia effettuato una distinzione tra enti che si trovino in amministrazione straordinaria per fattori esogeni all'attività del *board* ovvero ipotesi in cui tale situazione di crisi sia dovuta all'*agere* di uno o più esponenti aziendali. Di qui, perplessità in ordine ad una decisione di inidoneità che non dovesse tener conto dei profili di responsabilità personali del soggetto candidato con riguardo al verificarsi di situazioni di crisi di imprese nelle quali egli in passato abbia ricoperto ruoli apicali.

Analoghi dubbi sorgono in riferimento all'ipotesi in cui l'ente abbia subito una sanzione, ai sensi del Dlgs.

²³ *Ibidem*.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ *Ibidem*.

n. 231/2011²⁶. Anche in tale ipotesi, infatti, andrebbe *condannato* l'operato dell'Organo competente che dovesse esprimere una valutazione negativa nei confronti di soggetti che però, sul piano delle concretezze, non abbiano partecipato al verificarsi della condizione di crisi d'impresa. Al riguardo, si ritiene opportuno segnalare l'orientamento espresso dal Tar Lazio²⁷ in materia; ci si riferisce al caso sottoposto al vaglio del Tribunale Amministrativo di un esponente aziendale di un'impresa assicuratrice che aveva imposto agli organi societari di «accertare l'effettiva attribuibilità dei fatti che hanno causato la crisi aziendale a comportamenti censurabili dell'interessato». In proposito, il Giudice amministrativo adito ha ritenuto che il Consiglio di Amministrazione fossero impossibilitati ad «operare una valutazione circa la responsabilità di un esponente aziendale rispetto alla crisi di un soggetto terzo, in assenza di alcun criterio orientativo circa tale apprezzamento». Se ne deduce, nel caso di specie, la difficoltà di determinazione del contributo individuale di un soggetto che sia stato Consigliere di un'impresa posta, ad esempio, in amministrazione straordinaria, ancor più se tale valutazione ricada su un organo non in possesso di specifiche *competenze*.

Occorre tener presente che le valutazioni di cui trattasi debbano essere condotte avuto riguardo della oggettiva gravità dei fatti commessi o contestati, con riferimento all'entità del danno cagionato sulla base di quanto previsto all'art. 5 del Decreto in parola. Ovviamente, tali stime dovranno avvenire sulla base di informazioni che vengono fornite dal candidato stesso, ferma restando la facoltà, riconosciuta agli organi competenti di acquisire autonomamente ulteriori ragguagli.

A ciò si aggiunga che, ai sensi del disposto di cui all'art. 5 comma 2 lett. f), gli Organi a ciò proposti debbano tenere conto dei fatti accaduti o delle condotte tenute non più di dieci anni prima della nomina, o anche di quelli avvenuti in epoca antecedente se particolarmente gravi. Se ne deduce, dunque, che i componenti dell'Organo di gestione dovrebbero avere le abilità necessarie per effettuare stime che esorbitano dalle funzioni ad essi tradizionalmente affidate. Si comprendono, dunque, le critiche che sono state sollevate in dottrina²⁸ con riferimento all'impianto regolamentare in parola, il quale non sembra favorire una concreta *ottimizzazione* delle procedure di identificazione degli esponenti delle imprese assicurative (ma anche bancarie).

²⁶ Responsabilità amministrativa da reato Decreto legislativo, 08/06/2001 n° 231, G.U. 19/06/2001.

²⁷ Tar Lazio (Roma), Sezione III Ter, del 27 novembre 2009.

²⁸ Così R. MASERA, D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, op.cit..

4. Considerazioni critiche

Dopo aver affrontato alcuni aspetti di debolezza della disciplina *de qua*, concernenti la delimitazione di poteri attribuiti ai *boards* delle imprese assicurative nelle valutazioni di cui trattasi, si ritiene opportuno soffermare l'attenzione su alcuni profili contenutistici disciplinati all'interno del Decreto in esame e del Regolamento Ivass n. 38/2018. Più in particolare, quest'ultimo chiarisce, tra l'altro, come l'esame dei requisiti debba avvenire con cadenza annuale (art. 5 comma 2 aa)), laddove, il Decreto n. 88 non sembra vietare verifiche ulteriori e più ravvicinate nel tempo.

Inoltre, l'articolo 7 del Decreto in parola disciplina i requisiti di professionalità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione e distingue, al comma 1, gli esponenti con incarichi esecutivi e non (al comma 2). In quest'ultimo caso, il corredo esperienziale desumibile dalla disposizione di cui all'art. 7 comma 2 risulta essere più ampio rispetto a quello previsto al comma 1. In particolare, tale disposizione prevede che gli esponenti con incarichi non esecutivi siano scelti tra persone che abbiano esercitato, per la durata di almeno tre anni, specifiche attività attinenti al settore assicurativo, finanziario, creditizio o mobiliare o, che soddisfino i requisiti di cui al comma 1. Ci si riferisce alle attività professionali funzionali all'esercizio dell'impresa, le quali devono connotarsi per «adeguati livelli di complessità». A ben riflettere, tale ultimo parametro valutativo crea non pochi dubbi interpretativi per la genericità della formula utilizzata dal Regolatore.

Ad ogni modo, un soggetto che abbia maturato un'esperienza rientrante nel perimetro di cui al comma 2 dell'art. 7 potrà ricoprire un ruolo amministrativo non esecutivo all'interno di una impresa assicurativa; fermo restando che, dopo un triennio, quest'ultimo potrà ricoprire incarichi di carattere esecutivo. Si tratta, di tutta evidenza, di una disciplina più dettagliata rispetto a quella contenuta nel Regolamento Ivass n. 38/2018, nella quale non viene rivenuta alcuna distinzione tra membri esecutivi e non esecutivi (se non con riferimento al ruolo del Presidente).

Sotto altro profilo, occorre soffermarsi su una ulteriore ipotesi prevista agli artt. 21 e 22 del Decreto MISE. In particolare, l'art. 21 è dedicato al sistema monistico e detta una specifica disciplina distinguendo tra gli esponenti che non siano componenti del Comitato per il controllo della gestione, cui non si applicano i requisiti previsti all'art. 7; (ai componenti del Consiglio, invece, si applicano i requisiti di cui all'art. 8, come previsto dall'art. 21 comma 2). L'art. 22, poi, prevede una specifica disciplina per le imprese che adottino un sistema dualistico. In proposito, si può, dunque, affermare che, rispetto al Regolamento Ivass n. 38/2018 (art. 45), la scelta del Regolatore, con il DM n. 88, è stata orientata nel

dettare una disciplina *ad hoc*; in effetti, tenuto conto che il Regolamento Ivass effettua un mero rinvio a quanto previsto dall'articolo 2409- *octies* del Codice civile.

È bene notare come, con il citato Regolamento n. 38/2018²⁹, il Regolatore nazionale abbia statuito che «il sistema di *governance* di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione dovrebbe essere fondato su un'allocatione appropriata e trasparente delle responsabilità di sorveglianza e direzione che garantisca procedure decisionali efficaci, eviti conflitti di interessi e assicuri una direzione efficace dell'impresa»³⁰. Pertanto, al fine del mantenimento di una efficiente *governance* interna, oltre ai soggetti che compongono l'Organo amministrativo societario, i quali devono possedere determinati requisiti valutati in fase di candidatura, assume un ruolo cardine la correttezza delle procedure con cui vengono assunte le decisioni in sede collegiale.

Sul punto, si è dell'opinione che la normativa non abbia prestato particolare attenzione alle modalità mediante le quali gli Organi consiliari maturano le scelte strategiche adottate in fase deliberativa; di qui, la necessità di intervenire, a livello regolamentare in materia al fine di supportare modelli di *governance* capaci di sviluppare apposite procedure atte ad ottimizzare le attività dell'ente in sede decisionale.

Si auspica, pertanto, maggiore attenzione, da parte del Regolatore, in merito processi decisionali posti in essere dagli enti assicurativi analogamente a quanto avviene in ambito bancario. Si ha riguardo alle modifiche proposte dal Parlamento Europeo in data 9 febbraio 2023, in relazione alla valutazione della professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali degli istituti di credito. Tali proposte³¹ confermano la necessità di assicurare, in detto ambito, un controllo sistematico effettuato dall'Autorità di setto-

²⁹ Articolo 4 Regolamento IVASS n. 38/2018.

³⁰ La norma si pone in linea con l'*Action Plan "Financing Sustainable Growth"* adottato dalla Commissione europea nel marzo 2018 volto ad incoraggiare l'integrazione dei criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*) nei processi decisionali dei consigli di amministrazione.

La formulazione della disposizione regolamentare (art. 4, comma 2) si riferisce ai rischi di natura ambientale e sociale "*generati e subiti*" e richiama, al fine di riprenderne l'ampiezza delle valutazioni, il dettato dell'art. 3, comma 1, lett. c), D. lgs. n. 254/2016 di attuazione della direttiva 2014/95/UE sulla rendicontazione non finanziaria: una relazione richiesta a banche, assicurazioni e imprese finanziarie di grandi dimensioni su temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani.

Sull'argomento si rinvia tra gli altri al recente saggio di P. NEGRI, *Sustainable finance and non financial disclosure: the impact for the insurance industry*, *Symphonya Emerging Issues in Management*, n. 1/2018 (symphonya.unimib.it).

³¹ Report p. 20 par. 41 e ss.

re competente in ogni Stato membro; di contro, i singoli enti devono redigere dichiarazioni individuali che chiariscano i compiti dell'Organo di gestione, alta dirigenza e titolari di *key functions*.

Più in generale, viene riscontrata una maggiore attenzione da parte del Legislatore alla necessità di assicurare una *responsabilizzazione* di ciascuna impresa; si auspica che in futuro analoga premura venga rivolta anche ai soggetti che operano in ambito assicurativo.

5. Conclusioni

Sulla base di quanto precede, c'è da domandarsi, quali saranno i benefici che potrà ottenere l'impresa assicuratrice in virtù degli ampi poteri che la legge attribuisce all'Organo di governo societario nelle valutazioni di cui trattasi nonché in ragione delle previsioni contenute nel Decreto n. 88 in ordine alle misure da adottare per una *governance* efficiente.

È solo il caso di ricordare che gli organi competenti interni di tali enti pur non avendo, naturalmente, carattere giudiziario saranno chiamati a effettuare stime che sembrano implicare un'indagine di tipo giurisdizionale con evidenti ripercussioni sulla correttezza di giudizio. Tale assunto discende, tra l'altro, dalla circostanza che, come si ha avuto modo di dire in precedenza, i potenziali candidati a far parte dei *boards* delle imprese di assicurazione potranno essere considerati inidonei per il solo fatto di essere sottoposti ad un'indagine preliminare sulla base, dunque, di una analisi sommaria dei fatti contestati.

Condivisibile, dunque, appare sul punto quanto evidenziato dalla BCE in merito alla necessità che le prassi e i processi di vigilanza sui requisiti di onorabilità e sui criteri di correttezza necessitino di progressivi adeguamenti con l'obiettivo di tenere in debito conto le difficoltà applicative della normativa così come in questa sede delineata³².

Più in generale, poi, si è dell'avviso che l'inefficienza di una *governance* di impresa non dipenda soltanto dalla assenza di competenza da parte dei suoi membri, assumendo specifico rilievo al riguardo le modalità con cui, in detta sede, vengono prese le decisioni³³.

La normativa in materia di esponenti aziendali in ambito assicurativo dovrebbe tener presente le tecni-

³² Vigilanza bancaria BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*, cit.

³³ A tutt'oggi, all'interno dell'assetto organizzativo, diversi criteri di specializzazione possono combinarsi con diversi sistemi di responsabilizzazione delle unità e di governo, come ampiamente dimostrato in A. GRANDORI, *Organizzazione e comportamento economico*, il Mulino, 1995.

che di misurazione dei rischi e il loro riflesso sull'organizzazione e sulle prassi gestionali degli intermediari, cui dovrebbe conseguire una adeguata definizione delle responsabilità di coloro i quali svolgono funzioni apicali.

Impatta, inoltre, sulla problematica cui si è dato conto, l'evoluzione tecnologica, la quale è destinata ad incidere profondamente sui meccanismi di *governance* e sui processi operativi cui per solito ricorrono gli enti assicurativi, determinando così mutamenti all'interno del settore, volti a durare nel tempo. A tal proposito, viene in rilievo il fenomeno dell'*Insurtech*, che, interessando trasversalmente la totalità dei settori economici e sociali, interagisce sulla struttura e l'andamento dei mercati nonché sulle strategie aziendali interne.

Si è, dunque, in presenza di una sfida che si auspica venga accolta dalle forze politiche del momento: l'innovazione tecnologica in parola interagisce con i tradizionali modelli organizzativi delle imprese, imponendo altresì l'adozione di metodologie digitali destinate a modificare le modalità proprie della funzione intermediatrice tradizionale.

In conclusione, può dirsi che i parametri su cui si basa una buona *governance* di impresa sono molteplici; tra questi, rileva la *qualità* dei componenti degli organi di gestione, fermo restando che il perseguimento del principio della *sana e prudente gestione* impone un'analisi dettagliata delle difficili dinamiche relazionali sottese ai processi decisionali.

Sotto quest'ultimo profilo, si ritiene che la recente normativa delineata dal Decreto n. 88, appare carente, necessitando, nel tempo, di essere migliorata attraverso specifici interventi adottati in sede legislativa e da parte delle Autorità di settore.

INDICE: *Introduzione.* - 1. Specializzazione bancaria e rischio endogeno. - 2. SVB: un caso di rischio idiosincratico. - 3. L'attività di trasformazione delle scadenze e le tecniche di copertura del rischio tassi. - 4. Arbitraggio sulla regolamentazione prudenziale e aggiramento del risk management: una cattiva scommessa. - 5. La policy response USA: una manovra efficace, veloce ed accurata. - 6. L'effetto della politica monetaria restrittiva sulla stabilità finanziaria. - 7. Il crollo di Credit Suisse: fallimento di governance e crisi di compliance. - 8. La policy response svizzera: una pagina nera per il diritto societario e la governance bancaria. - Conclusioni.

Introduzione.

I recenti fallimenti di Silicon Valley Bank (SVB) in USA e di Credit Suisse (CS) in Svizzera raccontano storie idiosincratice.

Il dissesto della banca di Santa Clara, California va ascritto a due fattori specifici endogeni. Il primo, un fattore strutturale: il modello operativo iper-specializzato di SVB ha amplificato con gli effetti del rischio di concentrazione il rischio di credito assunto con l'attività bancaria. Il secondo, un fattore contingente: nel contesto del ciclo di inasprimento della politica monetaria, SVB ha ignorato, o mal gestito, il rischio tassi. Incapace di impiegare le ingenti risorse depositate dai clienti per estendere credito in pari misura, la banca ha investito la liquidità in eccesso in titoli a reddito fisso. Con il rialzo dei tassi, il risk management della banca ha ritenuto di poter assorbire la svalutazione del proprio book obbligazionario contabilizzando la quasi totalità della propria esposizione alla durata finanziaria tra gli immobilizzi, evitando in tal modo la contabilità mark-to-market. In un mercato efficiente, che sconta immediatamente le informazioni pubbliche, la bank run che ne è seguita ha innescato la crisi di liquidità che ha portato al collasso. Comprensibilmente, ogni fallimento bancario solleva timori di contagio. Tuttavia, il crollo di SVB non è una ripetizione del 2008: il caso Lehman Brothers fu una questione diversa. Rispetto alla defunta banca d'affari di New York, SVB non ha utilizzato una grande leva finanziaria, non ha acquisito una preoccupante esposizione ai mercati derivati, non si è cimentata in attività di trading proprietario e non è interconnessa al sistema finanziario internazionale in modo particolarmente significativo.⁰¹

⁰¹ Amundi Asset Management. "No systemic risk from SVB failure, but watch out for areas of vulnerability". *Investment Talk*, 14 March 2023, <https://research-center.amundi.com/article/no-systemic-risk-svb-failure-watch-out-areas-vulnerability>.

La banca di Zurigo è invece un caso esemplare di cattiva gestione e pessima governance. Paradeplatz è crollata dopo una serie di scandali che si sono susseguiti nel corso degli anni, continui avvicendamenti nella squadra di top management, perdite multimiliardarie sugli investimenti in Greensill Capital and Archegos Capital Management e una strategia confusa nel contesto dell'ambiente macro. La sommatoria di compliance risk, execution risk, operational risk e credit risk si era da tempo consolidata in una crisi di fiducia che è esplosa quando il fallimento di SVB ha innescato una bank run su CS determinando la crisi di liquidità che ha condotto al dissesto. Come quello di SVB, il fallimento di CS non pone un problema sistemico. Hynes (2023), ha notato che a dispetto della narrativa sul paradiso fiscale, l'industria bancaria svizzera è uno dei settori finanziari maggiormente regolamentati a livello internazionale, con numerosi e severi requisiti stabiliti in nome della tutela della solvibilità del sistema finanziario della Confederazione.⁰² Come confermato dalle autorità di vigilanza, al momento della crisi di liquidità, le attività di CS superavano sostanzialmente le sue passività consentendogli di avere il capital buffer di decine di miliardi di franchi richiesto ad una banca di importanza sistemica per essere ben capitalizzata.⁰³

Le strategie di risoluzione sono state diverse. Gli USA hanno agito per permettere allo shock SVB di essere assorbito normalmente dagli stakeholders. La Svizzera ha orchestrato un bail out di CS, implicando denaro del contribuente in una manovra altamente distorsiva del mercato.

Il timing delle crisi bancarie non è, tuttavia, irrilevante. Le banche centrali hanno intrapreso un ciclo di inasprimento della politica monetaria a livello globale per combattere lo spike inflattivo innescato dalla pandemia di COVID-19 e dalla crisi energetica causata dalla guerra russa in Ucraina. Le vicende di SVB e CS sono un segnale chiaro alle banche centrali: il nuovo normale è un esercizio di equilibrismo tra la determinazione a domare l'inflazione e la necessità di preservare la stabilità finanziaria.

1. Specializzazione bancaria e rischio endogeno.

SVB (NASDAQ:SIVB) è sempre stata, in una certa misura, un'anomalia nel mercato bancario.

Le banche specializzate svolgono una importante funzione economica di efficiente allocazione del

⁰² Hynes, L. "Credit Suisse Collapsed Because of Government Intervention, Not Despite It". Mises Institute, Mises Wire, 31 March 2023, <https://mises.org/wire/credit-suisse-collapsed-because-government-intervention-not-despite-it>.

⁰³ Bebchuk, L.A. "The Credit Suisse Collapse and the Regulation of Banking". *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 March 2023, <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/27/the-credit-suisse-collapse-and-the-regulation-of-banking/>.

capitale attraverso la creazione di esternalità positive basate sulle economie di conoscenza.⁰⁴ In un recente studio per la Federal Reserve Bank of New York, Blickle, Parlatore & Saunders (2021) hanno dimostrato che la specializzazione è un processo che migliora le performance del creditore e riduce il cost of funding per i debitori.⁰⁵ Secondo gli autori, i dati sono incontrovertibili: la specializzazione bancaria "migliora le conoscenze settoriali delle banche e consente loro di offrire condizioni di prestito generose ai debitori, soprattutto alle imprese che hanno accesso a fonti di finanziamento alternative e durante i periodi di maggiore contrazione del credito. La maggiore conoscenza del settore si riflette anche in una migliore performance dei prestiti e, in ultima analisi, della banca".⁰⁶

In un precedente studio per la Banca Centrale Europea, Boot et al. (2020) osservavano che la specializzazione, anzi, sta diventando un modello organizzativo generale indispensabile per ridurre il rischio operativo.⁰⁷ Secondo gli autori, la tecnologia sfida il modello operativo tradizionale della banca universale, che si basa sulla fornitura di servizi finanziari integrati orizzontalmente e verticalmente.⁰⁸ Gli intermediari finanziari specializzati - scrivono gli autori - "possono attrarre i servizi integrati verticalmente più redditizi, mentre le piattaforme possono assumere il controllo della comunicazione con i clienti, portando anche alla disintegrazione verticale delle supply chain finanziarie. Nel caso estremo, questa tendenza può relegare le banche a fornitori a monte di servizi di trasformazione delle scadenze".⁰⁹

SVB, tuttavia, era qualcosa di più e di diverso: era una "banca di (eco)sistema".¹⁰ SVB era dedicata ad una verticale industriale e focalizzata su una domanda di assorbimento del rischio di credito omogene-

04 V. Canals, J. (1997). *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*. Oxford University Press. Vedi anche Acharya, V., Hasan, I. & Saunders, A. (2006). "Should banks be diversified? evidence from individual bank loan portfolios". *J. Bus.* 79 (3), 1355-1412.

05 Blickle K., Parlatore, C. & Saunders, A. "Specialization in Banking". Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, No. 967, May 2021.

06 *Ibid.*

07 Boot A., Hoffmann, P., Laeven, L. & Ratnovski, L. "Financial intermediation and technology: What's old, what's new?". European Central Bank, Working Paper Series, No. 2438, July 2020.

08 *Ibid.*

09 *Ibid.*

10 Gompers, P. "Silicon Valley Bank's Focus on Startups Was a Double-Edged Sword". *Harv. Bus. Rev.*, 17 March 2023, <https://hbr.org/2023/03/silicon-valley-banks-focus-on-startups-was-a-double-edged-sword>.

a.¹¹ Queste caratteristiche erano fonte di rischio endogeno per la banca. Il rischio endogeno si riferisce al rischio che deriva dall'interno del sistema finanziario stesso.¹² Spesso è legato al comportamento e alle decisioni degli operatori di mercato e delle istituzioni, come le banche, che possono creare o amplificare i rischi nel sistema finanziario.¹³ I rischi endogeni possono essere causati da vari fattori, come l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli agenti economici, lo "herd behaviour", le carenze nei sistemi di risk management, la mancanza di trasparenza e di informazione e l'interdipendenza delle istituzioni finanziarie.¹⁴ Esempi di rischi endogeni sono i crolli di mercato, le crisi di liquidità, le bank runs e le crisi finanziarie sistemiche.¹⁵ Questi rischi possono avere un impatto economico e sociale significativo, portando a distruzione di valore per individui e istituzioni, recessione economica e alti livelli di disoccupazione.¹⁶ Secondo Danielson & Shin (2002), anzi, il danno maggiore all'economia è causato dal rischio di tipo endogeno piuttosto che dal rischio di tipo esogeno.¹⁷ Per illustrare la teoria, gli autori offrono in analisi tre episodi: il crollo del mercato azionario nel "Lunedì nero" del 1987, la crisi dell'hedge fund USA Long-Term Capital Management (LTCM) del 1998 e il crollo del dollaro USA contro lo yen nell'ottobre 1998.¹⁸ Il Lunedì nero è uno degli eventi più studiati nella letteratura economica e ha dato luogo alla "teoria della cascata" o del "crollo del mercato". Questa teoria cerca di identificare le dinamiche interne endogene del mercato e le interazioni delle variabili sistemiche o delle strategie di trading. In proposito, un noto studio di Blume, Mcinlay & Terker (1989) provò l'esistenza di una forte relazione tra gli squilibri degli ordini e i movimenti dei prezzi dei titoli, sia nelle analisi delle serie temporali che in quelle trasversali.¹⁹ Pertanto, oltre all'interruzione del collegamento tra i prezzi dei future e l'indice spot,

11 Stevenson, E. "Silicon Valley Bank: what does its failure mean for markets and the economy?" *Schroders*, 15 March 2023, <https://www.schroders.com/en-us/us/individual/insights/silicon-valley-bank-what-does-its-failure-mean-for-markets-and-the-economy/>.

12 Danielsson, J.; Shin, H.S. & Zigrand, J.P. (2012). "Endogenous extreme events and the dual role of prices". *Annu. Rev. Econ.* 4 (1), 111-129.

13 Dewachter, H. & Wouters, R. (2012). "Endogenous risk in a DSGE model with capital-constrained financial intermediaries". National Bank of Belgium, Working Paper Research 235.

14 Pasztor, J. (2013). "Endogenous Risk and Dangers to Market Stability". *J. Invest. Consult.* 14 (2), 59-69. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2371373>.

15 Danielsson, *supra*, nota 12.

16 Gan, V.B.Y. (2017). "Endogenous Risk and Its Impact on the Real Economy". SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2984454>.

17 Danielsson, J. & Shin, H.S. (2002). *Endogenous risk. In Modern Risk Management – A History*. Risk Books.

18 *Ibid.*

19 Blume, M.E., Mackinlay, A.C. & Terker, B. "Order Imbalances and Stock Price Movements on October 19 and 20, 1987". *J. Fin.* 44 (4): 827-848, September 1989.

nella sessione di trading di lunedì 19 e martedì 20 ottobre 1987 si sono verificate anche interruzioni del collegamento tra i titoli del New York Stock Exchange (NYSE), dimostrando così l'origine endogena del crollo dei mercati.²⁰ La teoria della cascata spiega anche il crack di LTCM. LTCM praticava una strategia d'investimento conosciuta come "convergence trading".²¹ Questa strategia era basata sulle teorie dei Myron Scholes e Rober Merton, vincitori del Premio Nobel per l'economia nel 1997²² e si basava sull'utilizzo di modelli quantitativi per sfruttare le dislocazioni del prezzo dal valore intrinseco nelle relazioni tra le varie classi di attivo.²³ Lo storico Niall Ferguson ha scritto che il fallimento di LTCM è derivato da un errore tecnico: l'uso di soli cinque anni di dati finanziari per preparare modelli matematici su base stocastica ha fatto sottovalutare a LTCM i rischi di incappare in una crisi economica.²⁴ Secondo Ferguson, una serie di dieci anni di dati avrebbe incluso il Lunedì nero del 1987, mentre una serie di 80 anni di dati avrebbe incluso il default del debito sovrano russo del 1918, evidenziando così la possibile occorrenza di evento estero pregiudizievole all'economia USA.²⁵ Un influente studio per la Bank of England di Cooper & Talbot (1999) ha spiegato l'origine endogena anche del crollo del dollaro contro lo yen del 1998. Secondo gli autori, l'andamento dei prezzi nel mercato delle opzioni è una proxy dell'efficacia degli interventi delle banche centrali sul mercato dei cambi.²⁶ Benché, ai tempi, gli interventi sul mercato dello yen/dollaro avessero portato a un apprezzamento di breve termine dello yen, i trader di opzioni non credevano che l'intervento unilaterale della Banca del Giappone di aprile, né l'intervento coordinato con la FED di giugno, avrebbero cambiato la probabilità di un ulteriore forte deprezzamento dello yen nel breve periodo e crearono una forte dislocazione nel mercato dei cambi.²⁷

Uno studio di Pasztor (2013) ha osservato che il numero di eventi che si verificano a causa del rischio

²⁰ *Ibid.*

²¹ Dunbar, N. (2000). *Inventing Money: The story of Long-Term Capital Management and the legends behind it*. John Wiley & Sons. Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House.

²² The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1997. NobelPrize.org., <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1997/press-release/>.

²³ Hoyt, D. & Neale, M. (2001). "Long-Term Capital Management (A), Rise and Fall". Stanford School of Business, Case No. OB36A. Perold, A.F. (1999). "Long-Term Capital Management, L.P. (C)." Harvard Business School, Case 200-009.

²⁴ Ferguson, N. (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Allen Lane.

²⁵ *Ibid.*

²⁶ Cooper, N. & Talbot, J. "The yen/dollar exchange rate in 1998: views from options markets". Bank of England, Quarterly Bulletin, 68-76, February 1999.

²⁷ *Ibid.*

endogeno è in aumento.²⁸ Secondo l'autore, l'emergere del capitalismo finanziarizzato, l'aumento della speculazione e la diminuzione degli investimenti, la crescita dei derivati e l'uso della leva finanziaria, l'attività di shadow banking e la mancanza di trasparenza, nonché l'esistenza di istituzioni "troppo grandi per fallire" aumentano la probabilità di un evento endogeno.²⁹

La maggior parte delle ricerche sulla stabilità sistemica presuppone un'economia in cui le banche sono soggette a shock esogeni. Tuttavia, in uno studio di poco precedente al collasso di SVB, Shu (2022) ha proposto che in pratica le banche scelgono la loro esposizione al rischio endogeno.³⁰ Il lavoro di Shu studia le determinanti di questa esposizione endogena al rischio quando le banche sono interconnesse tra di loro nel sistema finanziario. Shu dimostra che esiste un'esternalità nell'assunzione del rischio tra banche interconnesse nel sistema finanziario: le scelte di esposizione al rischio delle banche collegate sono strategicamente complementari.³¹ La teoria offre diverse prospettive inedite per i dibattiti politici. Ad esempio, suggerisce che un salvataggio governativo, se limitato alle esposizioni interbancarie, può ridurre il rischio sistemico endogeno.³²

2. SVB: un caso di rischio idiosincratico.

SVB fu fondata nel marzo 1983 da un gruppo di imprenditori, capeggiati da Bill Biggerstaff, Bob Me-dearis, Roger Smith, Reed Taussig e Ken Wilcox.³³ I cinque individuano un'opportunità commerciale per una banca altamente specializzata che avrebbe servito l'industria tecnologica, che stava iniziando a emergere come una delle principali forze economiche nella Silicon Valley. A quei tempi, le banche tradizionali erano riluttanti a concedere prestiti alle startup tecnologiche, che consideravano troppo rischiose e non comprovate.³⁴ Per partire, SVB raccolse \$3 milioni di capitale di rischio da un gruppo di investitori individuali, fondi di venture capital e SBICs. Immediatamente, iniziò a offrire servizi bancari a piccole e medie imprese all'interno dell'ecosistema della Silicon Valley. All'inizio, SVB si concentrava

²⁸ Pasztor, *supra*, nota 14.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ Shu, C. (2022). "Endogenous Risk-Exposure and Systemic Instability". USC Marshall School of Business, Research Paper, No. 17-35. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3076076>.

³¹ *Ibid.*

³² *Ibid.*

³³ Ryan, P. "The Story of Silicon Valley Bank: The Risk Less Taken, And That Has Made All The Difference". *Medium*, 2 February 2016, https://medium.com/@_peterryan/the-story-of-silicon-valley-bank-4873e1d49fa7.

³⁴ Teare, G. "In Their Own Words: What Silicon Valley Bank Meant To The Valley". *Crunchbase*, 14 March 2023, <https://news.crunchbase.com/venture/silicon-valley-bank-impact-investors/>.

sulla concessione di linee di credito alle imprese, factoring e sconto fatture, rilascio di garanzie bancarie, gestione della liquidità, nonché su soluzioni di capitale circolante adatte alle esigenze di aziende in espansione. Nei primi tempi, la banca, una startup a sua volta, operava da un piccolo ufficio a Santa Clara, in California, e aveva uno staff di soli cinque dipendenti. Il primo prestito della banca fu concesso a una società chiamata Hybritech, un'azienda di biotecnologie che è stata successivamente acquisita da Eli Lilly & Co. (NYSE:LLY).³⁵

Con la crescita dell'industria tecnologica negli anni '90, l'attività di SVB crebbe in parallelo. La banca divenne nota per la sua competenza nel settore e la sua propensione a concedere prestiti rischiosi. SVB iniziò anche ad espandere i propri servizi. Nel corso del tempo, formò un gruppo di servizi finanziari che includeva un ramo di investment banking (SVB Securities), un ramo di venture capital (SVB Capital) e un ramo di gestione patrimoniale (SVB Private).

Prima del suo spettacolare fallimento del marzo 2023, proprio nel suo 40° anniversario, SVB aveva aperto uffici in tutto il mondo, compresi i principali hub tecnologici di Londra, Hong Kong e Tel Aviv; impiegava oltre 4.000 dipendenti; e serviva una base di oltre 30.000 clienti nei settori hi-tech e biotech.

SVB aveva un modello operativo originale che la distingueva dalle altre banche. In primo luogo, era focalizzata verticalmente sui settori della tecnologia e delle biotecnologie: le operazioni di SVB sono state costruite per soddisfare le esigenze peculiari delle imprese ad alta crescita. Inoltre, aveva una propensione al rischio idiosincratica: SVB era disposta a concedere prestiti più rischiosi rispetto ai suoi concorrenti. Questo perché la banca capiva che le imprese innovative spesso richiedono investimenti iniziali significativi; il successo non è garantito; ed era disposta a concedere prestiti a startup senza storia operativa. Infine, le attività di SVB si estendevano oltre i servizi finanziari per includere consulenza strategica, business advisory, cap intro e altre attività non finanziarie per aiutare le aziende tecnologiche a crescere.

A SVB non è mancato il successo. Nel corso del tempo, SVB ha stretto rapporti d'affari impressionanti. È stata la banca di Tesla (NASDAQ:TSLA), il costruttore di veicoli elettrici, fin dal 2009. Nel 2013, la banca ha fornito a Tesla una linea di credito di \$150 milioni per sostenere la crescita dell'azienda. Da allora, Tesla è diventata una delle aziende più capitalizzate al mondo. Apple (Nasdaq:AAPL) è stata cliente per

³⁵ V. Johnson, G. "Lilly to Buy Hybritech in a \$300-Million Deal". *Los Angeles Times*, 19 September 1985; Hicks, J.P. "Hybritech Agrees To Bid by Eli Lilly". *New York Times*, 19 September 1985; Henderson, N. "Lilly's Fusion With Hybritech May Start Trend". *Washington Post*, 6 October 1985.

molti anni. Nel 2018, SVB ha offerto servizi di agenzia al sindacato di collocamento che ha piazzato l'emissione di titoli di debito per \$7 miliardi con la quale Apple ha finanziato il suo massiccio programma di buy back. SVB ha anche esteso credito a Square (NYSE:SQ), una società di pagamenti mobili fondata da Jack Dorsey, il co-fondatore di Twitter; poi ha assistito in un ruolo di consulenza la quotazione di Square nel 2015; e ha continuato a sostenere l'azienda, man mano che questa ha ampliato la sua offerta. Più di recente, SVB ha fornito servizi finanziari a Zoom videoconferenze (NASDAQ:ZM), una società di videoconferenze che ha registrato una crescita esplosiva durante la pandemia di COVID-19. SVB ha offerto consulenza a Zoom in relazione alla sua IPO nell'aprile 2019 e ha continuato a fornirgli credito, facilitando la sua rapida conquista di quote di mercato crescenti.

Sebbene SVB si sia costruita una reputazione eccellente come banca dell'industria tecnologica, ci sono stati alcuni incidenti di percorso. Nel 2020, è stato accertato che SVB aveva erroneamente effettuato pagamenti duplicati ad alcuni dei suoi debitori protetti dal Paycheck Protection Program (PPP).³⁶ La banca ha attribuito l'errore a un problema tecnico e ha prontamente corretto l'errore, ma l'incidente ha causato confusione e disagio ad alcuni dei suoi clienti. Inoltre, nel 2021, SVB ha attratto critiche per il suo coinvolgimento nel crollo della società di supply chain finance, Greensill Capital. Secondo quanto riportato alle autorità di vigilanza, SVB aveva fornito una linea di credito di \$30 milioni a una controllata di Greensill chiamata Earnd Pty Ltd, la quale offriva un'app che permetteva ai lavoratori dipendenti di accedere ad anticipazioni sullo stipendio. La linea di credito era garantita da cash flows futuri generati dalla base di clienti di Earnd. SVB ha dichiarato che la sua esposizione era "ben garantita e a basso rischio" e che non si aspettava che l'insolvenza di Greensill avrebbe avuto un impatto significativo sulla sua posizione finanziaria. SVB non è stata accusata di alcun illecito nel caso, ma il suo coinvolgimento nella vicenda ha sollevato interrogativi sulla capacità di due diligence della banca e sulle sue pratiche di gestione del rischio. Più preoccupante fu quanto occorre nel 2019, quando la banca ha riportato perdite per oltre \$102 milioni sul suo portafoglio prestiti, dovute in parte all'esposizione a società in difficoltà nel settore tecnologico.³⁷

Dal punto di vista commerciale, le caratteristiche distintive di SVB comportavano anche rischi pecu-

36 SVB. Notice to customers re Paycheck Protection Program, <https://www.svb.com/paycheck-protection-program>.

37 Annual Report 2019, <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000719739/7e378d3a-e964-4a21-9209-1db147371d01.pdf>.

liari. Soprattutto il rischio di concentrazione:³⁸ il modello operativo di SVB, essendo fortemente concentrato nel settore tecnologico, ha fatto sì che il successo della banca fosse correlato all'andamento generale di un settore industriale. Se, però, l'industria tecnologica avesse subito una flessione, in mancanza di strategie di copertura del rischio, SVB ne avrebbe subito le conseguenze. Il rischio di concentrazione, a sua volta, ha esacerbato il rischio di tasso di interesse e il rischio di liquidità. Come tutte le banche, SVB era esposta al rischio di tasso di interesse. Uno studio per la Banca Centrale Europea di Heider & Leonello (2021) passa in rassegna la letteratura economica sul tema e conclude inequivocabilmente che le variazioni dei tassi di interesse hanno un impatto diretto sul margine di intermediazione delle banche e sulla loro capacità di attrarre e trattenere depositi.³⁹ La gestione efficace del rischio di tasso di interesse è una componente critica della gestione finanziaria delle banche.⁴⁰ Ferrari & Ruozi (2012) spiegano con chiarezza, inoltre, che la capacità delle banche di soddisfare le proprie esigenze di finanziamento in modo tempestivo ed efficiente in termini di costi è fondamentale per la loro gestione finanziaria.⁴¹ Uno studio successivo di Elliott (2014) concorda: le banche devono gestire la propria liquidità in modo efficace per garantire di poter soddisfare le esigenze dei propri clienti e rispettare i requisiti normativi.⁴²

38 V. Lütkebohmert, E. (2008). *Concentration Risk in Credit Portfolios*. Springer.

39 Heider, F. & Leonello, A., "Monetary policy in a low interest rate environment: reversal rate and risk-taking". European Central Bank, Working Paper Series, No 2593, October 2021. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision. Standards, Interest rate risk in the banking book. Bank for International Settlements. April 2016. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d368.pdf>.

40 V. Narayanarao, S. & Kumar, S. "Interest Rate Risk: Critical Component of Risk in Commercial Banks" (December 29-30, 2010). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3026069>. Vedi anche Wetmore, J.L. (1990). "Components of Interest rate risk of commercial bank stock returns: Mismatch of the gap, basis, and embedded option". *Am. Bus. Rev.*, Vol. 21, 21-28. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision. Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk, July 2004. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs108.pdf>.

41 Ferrari, P. & Ruozi, R. 2012. *Liquidity Risk Management in Banks*. Springer.

42 Elliott, D.J. (2014). *Bank Liquidity Requirements: An Introduction and Overview*.

The Brookings Institution. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. Bank for International Settlements. September 2008. <https://www.bis.org/publ/bcbs144.pdf>.

3. L'attività di trasformazione delle scadenze e la copertura del rischio tassi.

Il core business del settore bancario è la "trasformazione delle scadenze".⁴³ Gli istituti di credito raccolgono fondi a breve termine, come i depositi dei clienti, e li impiegano per concedere prestiti a medio o lungo termine. Trasformando le scadenze, le banche guadagnano il loro margine di intermediazione.⁴⁴ L'esecuzione competente di questa attività è fondamentale per il funzionamento del sistema bancario e la sua capacità di fornire finanziamenti a lungo termine all'economia. Durante la pandemia, a causa delle politiche fiscali espansive e dell'allentamento monetario, le startup e i fondi di venture capital sono stati inondati di liquidità e SVB ha visto un enorme aumento del volume dei depositi, che hanno raggiunto i \$210 miliardi.⁴⁵ Solo nel 2021, la raccolta di depositi è aumentata da \$100 a \$190 miliardi.⁴⁶ Di converso, la banca non ha potuto aumentare il proprio portafoglio prestiti a un ritmo corrispondente. La letteratura economica è concorde nel dimostrare che quando la liquidità inonda il mercato, le startup preferiscono raccogliere capitale, distribuendo così il rischio tra gli investitori; piuttosto che prendere in prestito denaro, il che implica, invece, assumere più passività in proprio.⁴⁷ Di conseguenza, SVB è rimasta con liquidità in eccesso sui suoi libri contabili. Diversi studi, tra i quali quelli di Jensen (1986) e di Stulz (1990), hanno provato che la trappola della liquidità ha un effetto micro.⁴⁸ La liquidità ha un costo. Secondo Jensen & Meckling (1976), l'eccessiva liquidità può esacerbare i problemi dal punto di vista della principal-agent theory, poiché una disponibilità di cash superiore al fabbisogno rende meno pro-

43 V. Bologna, P. (2018). "Banks' Maturity Transformation: Risk, Reward, and Policy". International Monetary Fund, Working Paper 18/45. Vedi anche Paligorova, T. & Santos, J. (2014). "Rollover Risk and the Maturity Transformation Function of Banks". Bank of Canada, Working Paper, 2014/8.

44 Paul, P. (2022). "Banks, Maturity Transformation, and Monetary Policy". Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, 2020-07.

45 Dunn, W. "Fear grips the markets. After three US banks collapsed in a week, the global financial system is facing a new set of systemic risks". *The New Statesman*, 22 March 2023, <https://www.newstatesman.com/economy/2023/03/fear-grips-markets-banks>.

46 Johnson, C. "Financials fund managers downplay wider risks of SVB's 'deadly combination'". *Citywire*, 23 March 2023, <https://citywire.com/asia/news/financials-fund-managers-downplay-wider-risks-of-svb-s-deadly-combination/a2411764>.

47 V. van Binsbergen, J.H., Graham, J.R. & Yang, J., *Optimal Capital Structure* (9 April 2011). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1743203>. Vedi anche Faulkender, M., Petersen, M.A. (2006). "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?". *Rev. Fin. Studies*, Vol. 19, 45-79; van Binsbergen, J.H., Graham, J.R. & Yang, J. (2010). "The Cost of Debt". *J. Fin.*, vol. 65, 2089-2136.

48 Jensen, M.C. (1986). "Agency Theory of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *Am. Econ. Rev.* 76, 323-29; Stulz, R.M. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policy", *J. Fin'l Econ.* 26, 3-27.

babile che i manager debbano affrontare la disciplina del mercato dei capitali per i loro investimenti.⁴⁹ Secondo Weisbach (2022), in altre parole, se le imprese detengono una liquidità sufficiente a garantire investimenti ottimali anche in periodi di crisi, allora avranno troppa liquidità in periodi normali, quando i flussi di cassa tendono a essere più consistenti e i mercati finanziari presentano minori frizioni.⁵⁰ La letteratura economica ha provato che un costo dell'eccesso di liquidità è che le imprese potenzialmente utilizzeranno questa liquidità in eccesso per effettuare investimenti che riducono il valore.⁵¹

In un editoriale per il quotidiano finanziario *Il Sole 24 Ore*, Pasquale Merella, FRM, un risk manager basato a Milano, ha spiegato che SVB ha commesso un errore fatale.⁵² Ha preso la decisione di investire le risorse raccolte in un portafoglio obbligazionario sovrappesato, allocando in titoli a reddito fisso ben il 57% del totale attivi, una cifra più che doppia rispetto alla media delle banche USA, che si attesta al 24%.⁵³ Inoltre, ben il 78% dell'esposizione a reddito fisso di SVB era in titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS), contro una media del settore di circa il 20%.⁵⁴ Nel 2008, l'eccessiva esposizione a MBS è stata determinante per il crollo di Lehman Brothers.⁵⁵

Il portafoglio a reddito fisso di SVB, tuttavia, non rappresentava una minaccia *ipso facto*. Poteva ancora

49 Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *J. Finan'l Econ.* 3 (4), 305-360.

50 Weisbach, M.S. "Corporate Liquidity, Acquisitions, and Macroeconomic Conditions". Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 24 August 2022, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/20/corporate-liquidity-acquisitions-and-macroeconomic-conditions/>.

51 *Ibid.* Vedi anche Harford, J. (1999). "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". *J. Fin.*, Vol. 54, 1969-97; Richardson, S. (2006). "Over-Investment of Free Cash Flow". *Rev. Account. Studies*, Vol. 11, 159-89; Lang, L.H.P., Stulz, R.M. & Walking, R.A. (1991). "A test of the Free Cash Flow Hypothesis". *J. Finan'l Econ.*, Vol. 29, 315-335; Jarrad Harford, J. Humphrey-Jenner, M. & Powell, R. (2012). "The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers". *J. Finan'l Econ.*, Vol. 106, 247-61; Passov, R. "How Much Cash Does Your Company Need?". *Harv. Bus. Rev.* (November 2003), 1-8.

52 Merella, P. "SVB, ecco perché non meritava il salvataggio: dov'era il risk management?" *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2023, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/03/14/fallimento-svb-risk-management/>. Vedi anche Pandolfo, C. "Silicon Valley Bank committed one of the most elementary errors in banking, Larry Summers says". *Yahoo! finance*, 14 March 2023, <https://finance.yahoo.com/news/silicon-valley-bank-committed-one-135059554.html>.

53 *Ibid.*

54 *Ibid.*

55 Lioudis, N. "The Collapse of Lehman Brothers: A Case Study". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>.

essere mitigato attraverso ben conosciute tecniche di gestione del rischio.⁵⁶ Qualsiasi portafoglio a reddito fisso è esposto al rischio di tasso di interesse: l'aumento dei tassi implica un calo dei prezzi e, quindi, una svalutazione del valore nozionale dei titoli.⁵⁷ Per questo motivo, le banche generalmente coprono la loro esposizione a reddito fisso tramite interest rate swaps (IRS).⁵⁸ Gli IRS sono strumenti derivati che scambiano flussi di cassa a tasso fisso con flussi a tasso variabile. Sottoscrivendo un IRS, una banca concorda con una controparte lo scambio di pagamenti di interessi su un valore nozionale uguale nella stessa valuta, o a tasso fisso per le obbligazioni a tasso variabile o a tasso variabile per le obbligazioni a tasso fisso. Gli IRS consentono ai risk managers di adeguare l'esposizione ai tassi di interesse e compensare i rischi posti da movimenti avversi.

Da un punto di vista complementare, i portafogli a reddito fisso sono esposti al duration risk. I noti studi di Macaulay (1938) hanno stabilito che la duration misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse.⁵⁹ Anche il duration risk può essere mitigato con operazioni di copertura del rischio.⁶⁰ La copertura della duration viene eseguita aprendo posizioni short in futures su obbligazioni. Poiché l'operazione di copertura del duration risk paga un rendimento più elevato a più lunga scadenza e assorbe un rendimento più basso a più breve scadenza, ciò riduce il rendimento del portafoglio. Ad esempio, Goldman Sachs Asset Management (GSAM) distribuisce una classe di quote del tipo "duration hedged" dei suoi fondi a reddito fisso, spiegando nel prospetto del prodotto che "l'idea alla base dello hedging del duration risk è quella di semplificare la complessità del rischio su tassi di interesse multipli, prendendo un unico fattore di rischio, ovvero il rendimento alla scadenza (yield-to-maturity, YTM) del portafoglio e usandolo come proxy per l'intera term structure".⁶¹

Sorprendentemente, SVB non ha seguito le best practices. Al contrario, ha mantenuto un portafoglio obbligazionario senza copertura del rischio su oltre \$100 miliardi di valore nozionale con una duration

56 V. Purnanandam, A. "Interest Rate Risk Management at Commercial Banks: An Empirical Investigation". FDIC Center for Financial Research, Working Paper, No. 2006-02, May 2005.

57 Lioudis, N. "Inverse Relation Between Interest Rates and Bond Prices". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/why-interest-rates-have-inverse-relationship-bond-prices/>.

58 V. Basel Committee on Banking Supervision, *supra*, nota 42.

59 Macaulay, F.R. (1938). *Some Theoretical problems suggested by The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*. National Bureau of Economic Research.

60 Basel Committee on Banking Supervision, *supra*, nota 42.

61 V. Goldman Sachs Asset Management, Duration Hedged Share Class, <https://www.gsam.com/content/gsam/uk/en/advisers/resources/investor-education/duration-hedged-share-classes.html>.

di 5,7 anni e un rendimento medio dell'1,63%.⁶² Un insider del settore ha scritto sul sito di analisi finanziaria *Seekingalpha*: «È assolutamente sorprendente quanto sia stato costruito eccezionalmente male questo portafoglio e quanto sia stata assolutamente inetta la sua gestione».⁶³

Facendo i calcoli, assumendo una ordinaria leva finanziaria di 1:10, il successivo aumento dei tassi di 450 punti base in 14 mesi avrebbe comportato perdite implicite per un portafoglio di questo tipo pari a \$240 miliardi, azzerando il patrimonio della banca.

4. Arbitraggio sulla regolamentazione prudenziale e aggiramento del risk management: una cattiva scommessa

La famosa citazione di Abraham Lincoln recita: «Puoi ingannare qualcuno per sempre, e tutti per qualche tempo; ma non puoi ingannare tutti per sempre». Tuttavia, SVP pensava di poter fare a meno del risk management, avvalendosi di un artificio contabile. Dopo il 2016, le riforme introdotte alle regole di contabilità bancaria hanno fatto sì che le perdite non realizzate sui titoli detenuti a scadenza non venissero conteggiate nel Tier 1 capital.⁶⁴ Il Tier 1 è la riserva di capitale da mantenere a fronte dell'esposizione creditizia per tenere sotto controllo la leva finanziaria delle banche.⁶⁵ SVP ha contabilizzato praticamente tutto il suo portafoglio obbligazionario come "detenuto fino alla scadenza" (held-to-maturity, HTM), evitando così la contabilità mark-to-market e nascondendo potenziali perdite non realizzate.⁶⁶ O così pensava. Nel bene e nel male, i mercati sono efficienti. Non più tardi del 2022, l'economista Douglas W. Diamond della University of Chicago Booth Business School e l'economista Philip H. Dybvig della Washington University in St. Louis Olin Business School, insieme all'ex Governatore FED Ben S.

62 Wigglesworth, R. "How crazy was Silicon Valley Bank's zero-hedge strategy? Not as nuts as you might think, but pretty nuts". *Financial Times*, 17 March 2023.

63 Courage & Conviction Investing. "SVB Financial Group Reached For Yield, Failed, Perhaps A Canary In The Coal Mine". *Seeking alpha*, 13 March 2023, <https://seekingalpha.com/article/4587030-svb-financial-group-reached-for-yield-failed-perhaps-a-canary-in-the-coal-mine>.

64 Accounting Standards Update (ASU) No. 2016-01, Financial Instruments—Overall (Subtopic 825-10), Recognition and Measurement of Financial Assets and Financial Liabilities. *Vedi anche* Sonders L.A. & Gordon K. "Another One Bites the Dust: Banking Saga Continues". *Charles Schwab*, 20 March 2023, <https://www.schwab.com/learn/story/another-one-bites-dust-banking-saga-continues>.

65 Grant, M. "Tier 1 Capital: Definition, Components, Ratio, and How It's Used". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/terms/t/tier1capital.asp>.

66 Wigglesworth, *supra*, nota 62.

Bernake, sono stati insigniti del Premio Nobel per l'Economia per i loro studi sulle bank runs.⁶⁷ Il Modello Diamond-Dybvig postula che l'attività di trasformazione delle scadenze lasci le banche vulnerabili alle bank runs.⁶⁸ Le corse agli sportelli si verificano con facilità. Non appena i correntisti si preoccupano della solvibilità di una banca, trasferiscono i loro fondi altrove. Poiché i prestiti bancari hanno scadenze più lunghe dei depositi, le banche non possono richiamare immediatamente i prestiti e sono costrette a eseguire vendite forzate, incorrendo così in pesanti perdite, per onorare le richieste dei correntisti. SVB ha avuto un assaggio di questa medicina amara quando, nella giornata del 9 marzo, ha perso \$42 miliardi in depositi.⁶⁹ Quando si è affrettata a cedere \$21 miliardi di attività disponibili per la vendita a Goldman Sachs (NYSE:GS), ha registrato una perdita di \$1,8 miliardi in un giorno.⁷⁰ La perdita, insieme a un tentativo fallito di raccogliere \$2,25 miliardi attraverso un aumento di capitale,⁷¹ ha fatto suonare la campana a morto. Per SVB era finita.

5. La policy response USA: una manovra efficace, veloce ed accurata.

Il governo USA ha adottato misure straordinarie per prevenire l'insacco di una potenziale crisi bancaria.

In prima battuta, il timore che il crollo di SVB potesse diffondere il contagio e danneggiare l'economia ha spinto il Dipartimento del Tesoro e la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ad annunciare che tutti i correntisti di SVB sarebbero stati protetti e avrebbero potuto accedere alle proprie giacenze.⁷² La FDIC è stata formata nel 1933 per contribuire a ristabilire la fiducia del pubblico nelle banche attraverso la fornitura di una copertura assicurativa per i depositi bancari e per proteggere la massa

67 The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2022. *NobelPrize.org*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2022/summary/>.

68 Diamond, D. W. & Dybvig, P. H. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *J. Polit. Econ.*, 91(3), 401-419. <http://www.jstor.org/stable/1837095>.

69 Weinsten, A. & Bloomberg. "\$42 billion in one day: SVB bank run biggest in more than a decade". *Fortune*, 11 March 2023, <https://fortune.com/2023/03/11/silicon-valley-bank-run-42-billion-attempted-withdrawals-in-one-day/>.

70 Wang, E.; Nishant, N. & Azhar, S. "SVB says Goldman Sachs was buyer of portfolio it booked losses on". *Reuters*, 15 March 2023, <https://www.reuters.com/business/finance/goldman-sachs-bought-svbs-bond-portfolio-lender-says-2023-03-14/>.

71 Coben, C. "Dissecting Goldman's gory \$2.25bn SVB equity issue". *Financial Times*, 14 March 2023, <https://www.ft.com/content/7e7fdddb-724c-42fd-98ee-5d7248d53334>.

72 "FDIC Acts to Protect All Depositors of the former Silicon Valley Bank, Santa Clara, California". Press release FDIC, 13 March, 2023, <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23019.html>.

monetaria nelle banche coperte da tale assicurazione.⁷³ Nei fatti, attraverso la funzione di assicurazione dei depositi bancari, l'agenzia ha l'obiettivo di risolvere shock che possono diventare sistemici e di permettere agli shock idiosincratici di essere assorbiti dagli stakeholders.⁷⁴

Contemporaneamente, la FED ha messo a disposizione del sistema bancario una linea di credito istituzionale di emergenza per prevenire un'ondata di corse agli sportelli.⁷⁵ Il nuovo Bank Term Funding Program (BTFP) offre prestiti della durata massima di un anno a banche, casse di risparmio, istituti di credito e altri intermediari creditizi che offrono in garanzia titoli del Tesoro USA, titoli di debito di agenzie governative, titoli garantiti da ipoteca e altri attivi collateralizzabili.⁷⁶ Tali attivi saranno valutati alla pari: la BTFP è pensata per essere un'ulteriore fonte di liquidità rispetto a titoli di alta qualità, eliminando la necessità di un'istituzione di vendere rapidamente quegli stessi titoli in periodi di stress.⁷⁷ Grazie allo schema, le banche potranno prendere in prestito denaro dalla FED, piuttosto che liquidare attività, per onorare le richieste di prelievo dei correntisti. A credito dell'amministrazione Biden, va detto che SVB non è stata salvata dallo Stato e il denaro dei contribuenti non è stato coinvolto in un'operazione in perdita. La FDIC, dopo averne acquisito la curatela fallimentare, procederà con lo scioglimento e la liquidazione delle attività di SVB.⁷⁸

La controllata britannica di SVB è stata invece ceduta in blocco a HSBC (LON:HSBA).⁷⁹ HSBC, con sede a Londra, è la più grande banca in Europa con un totale di bilancio di €2.600 miliardi e 39 milioni di

73 Randall, K.A. "The Federal Deposit Insurance Corporation: Regulatory Functions and Philosophy". 31 *Law and Contemporary Problems*, Fall 1966, 696-712.

74 Benston, G.J. & Kaufman, G.G. (1994). "The Intellectual History of the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991". In: Kaufman, G.G. (ed.) *Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*. Springer, Dordrecht.

75 "Federal Reserve Board announces it will make available additional funding to eligible depository institutions to help assure banks have the ability to meet the needs of all their depositors". Press release FED, 12 March 2023, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230312a.htm>.

76 Board of Governors of the Federal Reserve System. Policy Tools, Bank Term Funding Program, 16 March 2023, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bank-term-funding-program.htm>.

77 *Ibid.*

78 "FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California". Press release FDIC, 10 March 2023, <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>.

79 "HSBC acquires Silicon Valley Bank UK Limited". Press release HSBC, 13 March 2023, <https://www.hsbc.com/news-and-media/media-releases/2023/hsbc-acquires-silicon-valley-bank-uk-limited>.

clienti in tutto il mondo.⁸⁰ La rapida acquisizione ha consentito ai clienti di SVB UK di accedere ai propri depositi e servizi bancari come di consueto, scongiurando qualsiasi onda d'urto sulla stabilità finanziaria britannica. La transazione è stata facilitata dalla Banca d'Inghilterra (BOE), in consultazione con il Dipartimento del Tesoro, avvalendosi dei poteri loro conferiti dal Banking Act 2009.⁸¹ Non c'è stato coinvolgimento di denaro del contribuente e i depositi dei clienti sono stati completamente protetti. Avvalendosi delle riforme bancarie post-crisi, che hanno introdotto poteri per gestire in sicurezza i fallimenti delle banche, la cessione ha tutelato sia i clienti di SVB UK che i contribuenti. Il Regno Unito possiede un settore tecnologico leader a livello mondiale, con un ecosistema dinamico di startup e scaleup e il governo di Sua Maestà ha accolto con favore il fatto che sia stato trovato un acquirente del settore privato. Il Cancelliere dello Scacchiere Jeremy Hunt ha confermato che il governo ha operato la regia dell'operazione: «Il Tesoro e la Banca d'Inghilterra hanno facilitato una vendita privata di Silicon Valley Bank UK; questo garantisce che i depositi dei clienti siano protetti e si possano effettuare operazioni bancarie normalmente, senza alcun supporto da parte dei contribuenti. Il settore tecnologico del Regno Unito è leader a livello mondiale e di enorme importanza per l'economia britannica, e [il governo] ha lavorato con urgenza per trovare una soluzione che restituisse fiducia ai clienti di SVB UK».⁸²

L'azione rapida delle autorità di vigilanza ha prevenuto il rischio di contagio. I mercati non prevedono uno spillover. Sebbene abbia causato volatilità in settori del mercato, il fallimento di SVB è visto come una storia idiosincratica piuttosto che come una crisi sistemica.⁸³ Evidentemente, la caduta di SVB non è una ripetizione del 2008: il crollo di Lehman Brothers è stato una questione diversa. Rispetto alla defunta banca d'affari di New York, SVB non impiega una leva finanziaria significativa, non ha una grande esposizione ai derivati, non si è cimentata in attività di trading proprietario e non è interconnessa al sistema finanziario internazionale in modo significativo.⁸⁴

80 Yuen, M. "Here are the top 50 biggest European banks in 2023". *Insider intelligence*, 1st January 2023, <https://www.insiderintelligence.com/insights/largest-banks-europe-list/#:~:text=HSBC%20is%20the%20largest%20bank,to%20S%26P%20Global%20Market%20Intelligence>.

81 Banking Act 2009, 2009 c. 1

82 "Government and Bank of England facilitate sale of Silicon Valley Bank UK". *Gov.uk*, 13 March 2023, <https://www.gov.uk/government/news/government-and-bank-of-england-facilitate-sale-of-silicon-valley-bank-uk>.

83 Baxter-Derrington, J. "This time is different: SVB collapse symptom of easy money rather than systemic banking issues". *Investment Week*, 13 March 2023, <https://www.investmentweek.co.uk/news-analysis/4077449/different-svb-collapse-symptom-easy-money-systemic-banking-issues>.

84 Cfr. Hogg, R. "Paul Krugman says Silicon Valley Bank could've been called the 'Schmoozing and Vibes Bank,' but it's probably not another 'Lehman moment'". *Business Insider*, 11 March 2023, <https://www.businessinsider.com/paul-krugman-svb-schmoozing-vibes-bank-not-new-lehman-moment-2023-3?r=US&IR=T>.

6. L'effetto della politica monetaria restrittiva sulla stabilità finanziaria.

C'è un pericolo altrove, però. Nel suo BlackRock Bulletin, il BlackRock Investment Institute ha sostenuto che le recenti convulsioni del mercato non evidenziano i prodromi di una crisi bancaria, ma piuttosto di crepe finanziarie derivanti dai più rapidi aumenti dei tassi di interesse dall'inizio degli anni '80. "I mercati - si legge nel Bulletin - si sono resi conto dei danni causati dal rapido aumento dei tassi di interesse e ora prezzano una recessione".⁸⁵ Nel suo Investment Talk, Amundi ha analogamente escluso una crisi bancaria. Semmai, Amundi concorda con BlackRock sul fatto che "il crollo di SVB evidenzia la necessità di valutare attentamente gli effetti ritardati del ciclo di inasprimento monetario".⁸⁶

Come notato da Beretta (2007), la ricerca economica ha assodato che il canale del credito è una modalità di trasmissione degli impulsi della politica monetaria.⁸⁷ Per Bernake & Blinder (1988), nel canale dei prestiti bancari, (rappresentato in modelli basati su tre asset: moneta, obbligazioni e prestiti bancari), gli effetti della politica monetaria si manifestano sia attraverso un impatto sui tassi di interesse che sull'offerta di prestiti bancari.⁸⁸ Di conseguenza, l'operatività bancaria è sensibile ai movimenti dei tassi. Più in dettaglio, in uno studio per la Federal Reserve Bank of Saint Louis, White (2023) ha ribadito che l'aumento dei tassi di interesse può avere un impatto negativo su banche e altri intermediari finanziari in diversi modi.⁸⁹ In primo luogo, come reiterato da ultimo da Gerlach, Mora & Uysal (2018), l'aumento del costo del finanziamento.⁹⁰ Quando i tassi di interesse salgono, sale anche il costo del denaro per le banche e gli intermediari finanziari. L'attività di trasformazione delle scadenze subisce un duro colpo: gli oneri finanziari delle banche possono aumentare rapidamente mentre i tassi guadagnati sui prestiti

85 BlackRock Investment Institute. "No 2008 redux, but recession coming". *BlackRock Bulletin*, 16 March 2023, <https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/publications/market-volatility-2023>.

86 Amundi Asset Management. "No systemic risk from SVB failure, but watch out for areas of vulnerability". *Investment Talk*, 14 March 2023, <https://research-center.amundi.com/article/no-systemic-risk-svb-failure-watch-out-areas-vulnerability>.

87 Beretta, E. "Modifiche nelle condizioni di finanziamento e domanda di credito per le banche". *Banca Impresa Società*, Fascicolo 3, Dicembre 2007.

88 Bemanke, B.S. & Blinder, A.S. (1992). "The Federal funds rate and the channels of monetary transmission". *Am. Econ. Rev.*, Vol. 82, 901-921.

89 White, C. "Rising Interest Rates Complicate Banks' Investment Portfolios". Federal Reserve Bank of St. Louis, "Supervising Our Nation's Financial Institutions" Series, 9 February 2023.

90 Jeffrey R. Gerlach, J.R., Mora, N. & Uysal, P. (2018). "Bank funding costs in a rising interest rate environment". *J. Bank. Fin.*, Vol. 87, 164-186.

possono richiedere più tempo per recuperare. Questo, a sua volta, può comprimere il margine di interesse intermediazione, che è la differenza tra l'interesse guadagnato sui prestiti e l'interesse pagato sui depositi. In secondo luogo, come provato da Lerner (1944), la diminuzione della domanda di prestiti.⁹¹ Tassi di interesse più elevati possono anche causare una diminuzione della domanda di prestiti poiché il costo del prestito aumenta. Ciò può ridurre il portafoglio prestiti, il che può comprimere ulteriormente i margini e la redditività delle banche. In terzo luogo, valori patrimoniali ridotti.⁹² L'aumento dei tassi di interesse può anche avere un impatto negativo sul valore delle attività finanziarie, come obbligazioni e azioni, detenute da banche e altri intermediari finanziari. Tassi più elevati generalmente portano a una diminuzione del valore dei titoli a reddito fisso, poiché il prezzo di questi titoli si muove inversamente con i tassi di interesse.⁹³ La svalutazione dei titoli può comportare perdite sul portafoglio di investimenti delle banche e coefficienti patrimoniali inferiori. Quarto, come dimostrano dati recenti analizzati in uno studio per il Centre for Economic and Policy Research (CEPR) da Jiménez et al. (2023), aumento del rischio di default.⁹⁴ Se i tassi di interesse salgono o troppo rapidamente o troppo rapidamente, i debitori potrebbero avere difficoltà a rimborsare i loro prestiti, generando tassi di insolvenza più elevati. Ciò può comportare maggiori perdite sui crediti per banche e altri intermediari finanziari.

Monacelli (2023) ritiene che a questo punto, è chiaro che dopo venti anni di politica monetaria accomodante, la lotta delle banche centrali per domare l'inflazione avrà un impatto sul settore bancario.⁹⁵ In uno studio per la Federal Reserve Bank of Cleveland, Bednar & Elamin (2014) spiegano che la posizione finanziaria, in particolare per le istituzioni finanziarie più piccole e non di rilevanza sistemica e per le banche regionali, che beneficiano di una regolamentazione prudenziale più flessibile, si indebolisce in un ambiente di tassi crescenti e può creare il rischio di innescare una crisi di fiducia.⁹⁶ Signature Bank (NASDAQ: SBNY) e First Republic Bank (NYSE:FRC) sono i primi esempi di danno collaterale.

91 Lerner, A. P. (1944). "Interest Theory—Supply and Demand for Loans or Supply and Demand for Cash". *Rev. Econ. Stat.*, 26 (2), 88–91.

92 Lioudis, *supra*, nota 57.

93 V. Malkiel B.G. (1962). "Expectations, Bond Prices, and the Term Structure of Interest Rates". *Q. J. Econ.* 76 (2), 197–218.

94 Jiménez G., Kuvshinov, D. Peydró, J.L. & Richter, B. (2023). "Monetary policy, inflation, and crises: New evidence from history and administrative data". Centre for Economic and Policy Research, Discussion Paper, No. 17761.

95 Monacelli, T. "Dilemma inflazione – stabilità finanziaria per le banche centrali". *laVoce.info*, 24 marzo 2023, <https://lavoce.info/archives/100539/dilemma-inflazione-stabilita-finanziaria-per-le-banche-centrali/>.

96 Bednar, W. & Elamin, M. (2014). "Rising Interest Rate Risk at U.S. Banks." Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 2014-12.

Fortunatamente, la loro caduta è stata gestita con ordine. Per quanto riguarda Signature Bank, i suoi depositi e prestiti sono stati acquisiti da Flagstar Bank, una filiale di New York Community Bancorp (NYSE:NYCB).⁹⁷ Secondo i termini dell'accordo, Flagstar ha acquisito \$12,9 miliardi di prestiti di Signature Bank con uno sconto di \$2,7 miliardi, \$25 miliardi di depositi e 40 ex filiali SBNY, che presto saranno ribattezzate Flagstar.⁹⁸ Per quanto riguarda First Republic Bank, un sindacato di undici banche USA, guidato da JPMorgan Chase (NYSE:JPM), Bank of America (NYSE:BAC), e Citigroup (NYSE:C), vi ha iniettato \$30 miliardi di liquidità, nel tentativo di evitare una bank run.⁹⁹

A causa delle recenti turbolenze, le banche centrali si trovano di fronte a un enigma e devono trovare un nuovo punto di equilibrio, lacerandosi tra la necessità di combattere l'inflazione e quella di proteggere l'attività economica e la stabilità finanziaria. Nella riunione di marzo, la FED ha deliberato un aumento del tasso di interesse di 25 punti base, mostrando cautela sull'impatto del continuo inasprimento monetario sul settore bancario.¹⁰⁰ Questa decisione ha indicato che il ciclo di inasprimento potrebbe essere vicino alla fine. Questo è stato il nono rialzo da marzo 2022, che ha portato il tasso di riferimento sui fondi federali a un target range compreso tra il 4,75% e il 5%. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha comunicato ai mercati che gli aumenti futuri non sono certi e saranno in gran parte basati sui dati macro: "Il Comitato monitorerà attentamente le informazioni in arrivo e valuterà le implicazioni per la politica monetaria",¹⁰¹ si legge nella dichiarazione post-riunione del FOMC. "Il Comitato prevede che un ulteriore inasprimento della politica monetaria potrebbe essere appropriato al fine di raggiungere un orientamento di politica monetaria sufficientemente restrittivo da riportare l'inflazione al 2% nel corso del tempo."¹⁰² Questa formulazione è un cambiamento di linguaggio rispetto alle precedenti dichiarazioni post-riunione che indicavano che sarebbero stati necessari "aumenti continui" per abbat-

97 "New York Community Bancorp, Inc. through its bank subsidiary Flagstar Bank, N.A., acquires certain assets and assumes certain liabilities of Signature Bridge Bank from the FDIC". Press release NYCB, 20 March 2023, <https://ir.mynycb.com/news-and-events/news-releases/press-release-details/2023/NEW-YORK-COMMUNITY-BANCORP-INC.-THROUGH-ITS-BANK-SUBSIDIARY-FLAGSTAR-BANK-N.A.-ACQUIRES-CERTAIN-ASSETS-AND-ASSUMES-CERTAIN-LIABILITIES-OF-SIGNATURE-BRIDGE-BANK-FROM-THE-FDIC/default.aspx>.

98 *Ibid.*

99 English, C. "First Republic Gets \$30 Billion Deposit Lifeline From Big Banks". *Barron's*, 16 March 2023, <https://www.barrons.com/articles/first-republic-bank-stock-deposits-ad1e2334>.

100 "Federal Reserve issues FOMC statement". Press release FED, 22 marzo 2023, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230322a.htm>.

101 *Ibid.*

102 *Ibid.*

tere l'inflazione. Secondo Alexander Kurov, Professore di Finanza e Fred T. Tattersall Research Chair in Finance al John Chambers College of Business and Economics presso la West Virginia University, la FED ha compiuto un "un'acrobazia".¹⁰³ In un commento sul mensile economico *Fortune*, Kurov ha scritto che se la FED avesse aumentato i tassi più di quanto previsto dai mercati, avrebbe suscitato ulteriore ansia per l'instabilità nel settore bancario. D'altra parte, se avesse messo in pausa la campagna contro l'inflazione, avrebbe convinto i mercati che il sistema finanziario era al collasso.¹⁰⁴ Tra il rischio di un'inflazione generazionale e il rischio di una crisi finanziaria, la FED ha dovuto far sapere ai mercati di non aver scelto nessuno dei due.

7. Il crollo di Credit Suisse: fallimento di governance e crisi di compliance.

Al contrario, la situazione potrebbe peggiorare in Europa. Il salvataggio del travagliato gruppo finanziario svizzero CS (SIX:CSGN) sta mettendo in tensione i mercati europei. A scanso di equivoci, non c'è nulla in comune tra CS e SVB, a parte una sfortunata coincidenza temporale. L'istituto finanziario con sede a Zurigo è crollato dopo oltre dieci anni di pessima governance. Il suo record di compliance è agghiacciante su ogni aspetto dell'attività bancaria. Paradeplatz è stata coinvolta in tutto: dall'evasione fiscale al riciclaggio di denaro, dalla concussione e corruzione alla frode, ha commesso anche spionaggio. Nel 2009, dopo essere stata coinvolta in accuse di riciclaggio di denaro in diversi paesi, tra cui USA, Italia e Francia, la banca ha accettato di pagare una multa di \$536 milioni per saldare le accuse di violazione delle sanzioni internazionali contro Iran, Sudan e altri paesi.¹⁰⁵ Nel 2014, dopo essere stata accusata di aiutare clienti facoltosi a evadere le tasse USA nascondendo i loro patrimoni in conti offshore, la banca si è dichiarata colpevole delle accuse e ha pagato una multa di \$2,6 miliardi al Dipartimento di Giustizia USA (DOJ).¹⁰⁶ Nello stesso anno, la banca è stata multata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA) per la vendita impropria di prodotti finanziari complessi, noti come

¹⁰³ Kurov, A. & The Conversation. "The Fed has to choose between generational inflation or the first banking crisis since 2008, finance professor says". *Fortune*, 20 March 2023, <https://fortune.com/2023/03/20/fed-choose-inflation-banking-crisis-finance-professor/>.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ "Credit Suisse agrees to pay \$536 million". *Reuters*, 16 December 2009, <https://www.reuters.com/article/us-creditsuisse-justice-idUKTRE5BF3C620091216>.

¹⁰⁶ "Credit Suisse Pleads Guilty to Conspiracy to Aid and Assist U.S. Taxpayers in Filing False Returns". Press release DOJ, 19 May 2014, <https://www.justice.gov/opa/pr/credit-suisse-pleads-guilty-conspiracy-aid-and-assist-us-taxpayers-filing-false-returns>.

“prodotti strutturati”, ai propri clienti retail.¹⁰⁷ Nel 2017, nell'ambito di un patteggiamento con il NYDFS per violazioni della legge bancaria di New York, incluse collusioni con altre banche globali, front running a danno dei clienti e ulteriori comportamenti contro l'interesse dei clienti, la banca ha accettato di pagare una multa di \$135 milioni.¹⁰⁸ Le violazioni sono state accertate da un'inchiesta del NYDFS, la quale ha determinato che, almeno dal 2008 al 2015, CS si è costantemente cimentato in una condotta illegale, impropria e scorretta non attuando controlli efficaci sulle proprie operazioni in valuta estera.¹⁰⁹ Nel 2020, dopo essere stata accusata di aver pagato tangenti a funzionari governativi e di aver compiuto atti di corruzione in diversi paesi, tra cui Cina, Russia e Libia, la banca è stata multata di \$47 milioni dalle autorità svizzere per un caso che coinvolgeva un ex dirigente della filiale in Asia-Pacifico.¹¹⁰ Poco dopo, il mandato dell'amministratore delegato Tidjane Thiam nell'incarico di vertice è stato interrotto in tronco, quando è emerso che la banca aveva commesso spionaggio ai danni di un dirigente passato alla rivale UBS (SIX:UBSG).¹¹¹ Nel 2021, CS è stato coinvolto nel crollo di Greensill Capital. La banca aveva investito \$10 miliardi nella finanziaria inglese, forzando l'autorità di vigilanza svizzera, la FINMA, ad emettere una censura affermando che la banca aveva “gravemente violato i propri obblighi di diligenza”.¹¹² Appena tre settimane dopo il fallimento di Greensill, CS ha perso \$5,5 miliardi quando lo hedge fund USA Archegos Capital Management ha liquidato le operazioni.¹¹³ Quindi, per segnare un *annus horribilis*, il banchiere portoghese-britannico Sir António Mota de Sousa Horta-Osório era appena stato nominato nuovo presidente del gruppo, quando è stato accusato di aver violato le restrizioni COVID-19 della Sviz-

107 “UK watchdog fines Credit Suisse, Yorkshire Building Society”. *Reuters*, 16 June 2014, <https://www.reuters.com/article/britain-fca-fine-idUKL5N00X2DC20140616>.

108 “DFS fines Credit Suisse AG \$135 million for unlawful, unsafe and unsound conduct in its foreign exchange trading business”. Press release NYDFS, 13 November 2017, https://www.dfs.ny.gov/reports_and_publications/press_releases/pr1711131.

109 *Ibid.*

110 “Credit Suisse to pay \$47 million to settle hiring corruption probe”. *Reuters*, 6 June 2018, <https://www.reuters.com/article/us-credit-suisse-gp-penalty-idUSKCN1J20ID>.

111 “Factbox: Credit Suisse’s troubles – spies, money laundering and takeover”. *Reuters*, last updated 20 March 2023, <https://www.reuters.com/business/finance/credit-suisse-troubles-spies-money-laundering-central-bank-cash-2023-03-16/>.

112 Miller, H. & Balezou, M. “Credit Suisse ‘Seriously Breached’ Rules in Greensill Case”. *Bloomberg*, 28 February 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-28/credit-suisse-seriously-breached-obligations-in-greensill-case#xj4y7vzkg>.

113 V. “Credit Suisse Group publishes the report of the independent external investigation into Archegos Capital Management”. Press release CS, 29 July 2021, <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/archegos-202107.html>.

zera e si è dimesso dopo appena nove mesi nel ruolo.¹¹⁴ Nel 2022, CS è stato coinvolto nello scandalo dei "tuna bond" in Mozambico e ha pagato \$475 milioni di sanzioni alle autorità americane e britanniche.¹¹⁵

La storia si è finalmente conclusa il 14 marzo, quando CS ha comunicato alla Securities and Exchange Commission (SEC) di aver riscontrato "debolezze materiali" nelle sue relazioni finanziarie annuali 2021 e 2022.¹¹⁶ Il successivo sell out ha costretto la Banca nazionale svizzera (BNS) ad iniettare CHF 54 miliardi di liquidità nel bilancio della banca¹¹⁷ e concertare con UBS un'acquisizione da CHF 3 miliardi, con uno sconto del 93% rispetto al valore contabile tangibile di CS, al fine di scongiurare una crisi sistemica.¹¹⁸

8. La policy response svizzera: una pagina nera per il diritto societario e la governance bancaria.

Nell'assumere la regia del salvataggio di CS, Berna ha scritto una pagina nera nel libro di famiglia svizzero. Il Consiglio federale ha rivendicato i poteri previsti dalla legislazione d'emergenza (art. 184 cpv. 3 e art. 185 cpv. 3 della Costituzione svizzera) e ha emanato un'*Ordinanza sui mutui supplementari di sostegno alla liquidità e sulla concessione di garanzie di rischio di perdita da parte della Confederazione per il sostegno alla liquidità crediti della Banca nazionale svizzera a banche di rilevanza sistemica*.¹¹⁹ L'ordinanza ha derogato al diritto federale esistente in maniera significativa.

¹¹⁴ "Credit Suisse boss Horta-Osorio resigns over Covid breaches". *BBC*, 17 January 2022, <https://www.bbc.com/news/business-60019735>.

¹¹⁵ "Credit Suisse fined £147,190,276 (US\$200,664,504) and undertakes to the FCA to forgive US\$200 million of Mozambican debt". Press release FCA, 19 October 2021, [https://www.fca.org.uk/news/press-releases/credit-suisse-fined-ps147190276-us200664504-and-undertakes-fca-forgive-us200-million-mozambican-debt#:~:text=of%20Mozambican%20debt-,Credit%20Suisse%20fined%20%2%A3147%2C190%2C276%20\(US%24200%2C664%2C504\)%20and%20undertakes%20to,%24200%20million%20of%20Mozambican%20debt;Cotterill,J&Walker,O.](https://www.fca.org.uk/news/press-releases/credit-suisse-fined-ps147190276-us200664504-and-undertakes-fca-forgive-us200-million-mozambican-debt#:~:text=of%20Mozambican%20debt-,Credit%20Suisse%20fined%20%2%A3147%2C190%2C276%20(US%24200%2C664%2C504)%20and%20undertakes%20to,%24200%20million%20of%20Mozambican%20debt;Cotterill,J&Walker,O.) "Mozambique reeling from Credit Suisse 'tuna bond' scandal". *Financial Times*, 25 October 2021, disponibile su <https://www.swissinfo.ch/eng/business/mozambique-reeling-from-credit-suisse-tuna-bond-scandal/47054964>.

¹¹⁶ Walker, O. "Credit Suisse finds 'material weaknesses' in financial reporting controls". *Financial Times*, 14 March 2023, <https://www.ft.com/content/3605c3fb-973d-440d-88e3-9ddf367bbef2>.

¹¹⁷ "Credit Suisse to borrow up to CHF50 billion from Swiss National Bank". *Swissinfo.ch*, 16 March 2023, <https://www.swissinfo.ch/eng/business/swiss-central-bank-ready-to-backstop-credit-suisse-with-funds/48364116>.

¹¹⁸ "UBS to acquire Credit Suisse". Press release UBS, 19 March 2023, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20230319-tree.html>.

¹¹⁹ Confederazione Svizzera, Dipartimento federale delle finanze DFF, Segreteria di Stato per le questioni finanziarie internazionali SFI. Ordinanza sui mutui supplementari di sostegno alla liquidità e sulla concessione di garanzie di rischio di perdita da parte della Confederazione per il sostegno alla liquidità crediti della Banca nazionale svizzera a banche di rilevanza sistemica, 16 marzo 2023, <https://www.fedlex.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/oe/2023/6/it/pdf/fedlex-data-admin-ch-eli-oe-2023-6-it-pdf.pdf>.

Nell'ambito del salvataggio, sono stati cancellati €16 miliardi di obbligazioni "Additional Tier 1" (AT1).¹²⁰ Le obbligazioni AT1 sono un complesso strumento di debito del tipo contingent convertible (CoCo) emesso dalle banche. "Additional Tier 1" è una classificazione regolamentare del capitale bancario ai sensi dell'International Regulatory Framework di Basilea III.¹²¹ I CoCo bond combinano le caratteristiche di entrambi gli strumenti di debito e di capitale. Come altre obbligazioni, pagano interessi regolari agli investitori e hanno una data di scadenza prestabilita, ma includono anche una caratteristica "contingente" che consente loro di essere convertiti in azioni a determinate condizioni predeterminate. La contingenza che attiva la conversione in azioni può variare, ma tipicamente comporta che i livelli patrimoniali della banca scendano al di sotto di una certa soglia prudenziale. A questo punto, il CoCo bond si convertirà in common equity, contribuendo a rafforzare la posizione patrimoniale della banca. I CoCo bond sono stati introdotti all'indomani della crisi finanziaria globale del 2008 come un modo per le banche di rafforzare le proprie posizioni patrimoniali e conformarsi ai nuovi requisiti normativi. Durante la crisi finanziaria, molte banche hanno subito perdite significative e hanno dovuto far fronte all'insolvenza; ciò ha evidenziato la necessità per le banche di detenere più capitale come cuscinetto contro perdite impreviste. In risposta, le autorità di regolamentazione internazionali hanno introdotto nuove regole nell'ambito dell'International Regulatory Framework di Basilea III che richiede alle banche di detenere livelli di capitale più elevati per migliorare la loro resilienza e ridurre il rischio di future crisi finanziarie. In uno studio per il Fondo Monetario Internazionale, Pazarbasioglu et al. (2011), hanno spiegato che i CoCo bond sono stati introdotti come un modo per le banche di raccogliere capitale aggiuntivo in modo rapido ed efficiente soddisfacendo questi nuovi requisiti normativi.¹²² Uno studio di Jaworski, Liberadzki & Liberadzki (2017) spiega che convertendosi in azioni in determinate circostanze, i CoCo bond possono aiutare a rafforzare la posizione patrimoniale di una banca durante i periodi di stress finanziario, contribuendo a ridurre la probabilità di insolvenza.¹²³

Comprensibilmente, la decisione di spazzare via gli obbligazionisti AT1 per salvare, almeno in parte, gli azionisti, ha spinto gli investitori internazionali sul piede di guerra, costringendo la Banca centrale

120 V. Wigglesworth, R. "Credit Suisse AT1s vaporised". *Financial Times*, 19 March 2023, <https://www.ft.com/content/b5cd8ff0-4c0e-418c-8e4b-dda1d00fa5a7>.

121 V. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: international regulatory framework for banks.

122 Pazarbasioglu, C., Zhou, J., Le Leslé, V. & Moore, M. "Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features". IMF Staff Discussion Note, SDN/11/01, 25 January, 2011 (Authorized for distribution by José Viñals).

123 Jaworski, P., Liberadzki, K. & Liberadzki, M. (2017). "How does issuing contingent convertible bonds improve banks' solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach". *Economic Modelling*, Vol. 60, 162-168.

europea (BCE), l'Autorità bancaria europea (EBA) e il Comitato di risoluzione unico (SRB) a rilasciare una dichiarazione congiunta in cui spiegano che gli strumenti rappresentativi di capitale dovrebbero essere i primi ad assorbire le perdite e che solo dopo il loro pieno utilizzo i debiti AT1 dovrebbero poter essere svalutati. Nel tentativo di rassicurare i mercati, le autorità europee hanno scritto: "Questo approccio è stato costantemente applicato in casi passati e continuerà a guidare le azioni della vigilanza bancaria dell'SRB e della BCE negli interventi di crisi".¹²⁴ Contestualmente, la BOE ha rilasciato una dichiarazione per affermare che le obbligazioni AT1 si collocano prima del livello più alto del capitale azionario. Threadneedle Street ha scritto: "I detentori di tali strumenti dovrebbero aspettarsi di essere esposti a perdite in caso di risoluzione o insolvenza nell'ordine delle loro posizioni in questa gerarchia".¹²⁵

In un autorevole studio di McDaniel (1986), è riportato che nella letteratura accademica, il principio della gerarchia nell'ordine di liquidazione degli strumenti di capitalizzazione dell'impresa non è mai stato messo in discussione.¹²⁶

Per facilitare il completamento dell'acquisizione, la Svizzera ha anche eluso il voto degli azionisti sulla fusione tra UBS e CS, infrangendo ulteriormente i principi base del diritto societario e della governance societaria.¹²⁷ Per legge, qualsiasi acquisizione di una società quotata in Borsa deve essere sottoposta al voto dell'assemblea straordinaria degli azionisti della società acquisita.

Il diritto di voto degli azionisti è previsto nel diritto societario per buone ragioni. Nella letteratura economica è dimostrato che il voto dell'assemblea societaria è un fattore positivo per l'economia. Uno studio per lo European Corporate Governance Institute (ECGI) di Li, Liu & Wu (2018) dimostra che gli acquirenti con una bassa partecipazione istituzionale, un elevato rischio di transazione e alti costi di agenzia sono più propensi a bypassare il voto degli azionisti.¹²⁸ Tali acquirenti hanno rendimenti di annuncio più

¹²⁴ "ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities". Press release ECB, 20 March 2023, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230320~9f0ae34dc5.en.html>.

¹²⁵ "Bank of England Statement: UK creditor hierarchy". Press release BOE, 20 March 2023, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/march/boe-statement-uk-creditor-hierarchy>.

¹²⁶ McDaniel, M. W. (1986). "Bondholders and Corporate Governance". *The Business Lawyer*, 41(2), 413-460.

¹²⁷ V. Primarck, D. "UBS-Credit Suisse deal shows that shareholders are no longer in charge". *Axios*, 20 marzo 2023, <https://www.axios.com/2023/03/20/ubs-credit-suisse-shareholders-no-longer-in-charge>.

¹²⁸ Li K., Liu T. & Wu J. "Vote Avoidance and Shareholder Voting in Mergers and Acquisitions". European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, No. 481/2016, January 2018.

bassi e fanno offerte più alte rispetto a quelli che non lo fanno.¹²⁹ Gli autori dimostrano che per evitare il voto degli azionisti, gli acquirenti aumentano l'emissione di azioni e riducono il pay out per aumentare la quota in cash nelle operazioni a pagamento misto, quindi, utilizzando un'analisi regressiva, dimostrano un effetto causale positivo del voto degli azionisti concentrato tra gli acquirenti con una maggiore partecipazione istituzionale.¹³⁰ Analogamente, Bach & Metzger (2014) dimostrano che nel caso di M&A le proposte degli azionisti sostenute dalla maggioranza creano valore non necessariamente perché il loro contenuto ha un valore intrinseco, ma perché aumentano la pressione sul consiglio di amministrazione.¹³¹ Gli studi accademici convergono dunque sull'importante implicazione che il voto degli azionisti attenua i problemi di agenzia nelle acquisizioni societarie.

Il Consiglio federale ha bypassato tale obbligo. La base giuridica di tale deroga è stata creata *ad hoc*, attraverso il nuovo art. 10a (Deroghe al Merger Act) dell'ordinanza. La nuova norma, in effetti, ha fatto anche di più, escludendo l'applicazione degli articoli 11 (predisposizione del bilancio intermedio), 14 (pubblicazione del verbale di fusione), 15 (audit del verbale di fusione) e 16 (diritto alla consultazione dei soci) dello *Swiss Merger Act* del 2003.¹³² Sebbene le azioni del CS siano quotate sia sul New York Stock Exchange che sulla Borsa Svizzera (SIX) a Zurigo, il governo svizzero ha unilateralmente eliminato il diritto di voto degli azionisti. La modifica della governance societaria non ha precedenti nel contesto dei meccanismi di risoluzione delle crisi. Durante la crisi finanziaria del 2008, ad esempio, gli azionisti di Bear Stearns furono chiamati ad approvare l'acquisizione sponsorizzata dal governo USA da parte di JP Morgan.¹³³ Nel processo, quest'ultima è stata indotta ad aumentare la sua offerta iniziale di \$2 per azione a \$10 per azione in risposta alle pressioni montate dall'assemblea degli azionisti.¹³⁴

I mercati hanno bocciato la gestione del caso da parte della Svizzera, gettando nel tumulto il mercato obbligazionario AT1, che vale \$275 miliardi. Il fondo Invesco AT1 Capital Bond UCITS, negoziato in Borsa

¹²⁹ *Ibid.*

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ Bach, L. & Metzger, D. "Why Do Shareholder Votes Matter?" Stockholm School of Economics & Swedish House of Finance, December 2014.

¹³² Confederazione Svizzera, *supra*, nota 119.

¹³³ "JPMorgan Chase and Bear Stearns Announce Amended Merger Agreement and Agreement for JPMorgan Chase to Purchase 39.5% of Bear Stearns". Press release JPMorgan, 24 March 2008, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/19617/000089882208000320/pressrelease.htm>.

¹³⁴ Reiter, C. "JPMorgan raises Bear Stearns bid, grabs stake". *Reuters*, 24 March 2008, <https://www.reuters.com/article/us-bearstearns/jpmorgan-raises-bear-stearns-bid-grabs-stake-idUSN2430313520080324>.

(LON:AT1P), è sceso di oltre il 16% il giorno dell'annuncio, mentre la nota AT1 da £650 milioni con cedola del 7,125% di Deutsche Bank (Xtra: DBK) è scesa a 64 p., il calo più grande mai registrato in un giorno. Il governo svizzero ha attratto critiche da rispettabili esponenti della comunità finanziaria. «Questa mossa è decisamente inaspettata», ha dichiarato a *Bloomberg TV* Gildas Surry, partner di Axiom Alternative Investments, un hedge fund francese. «C'è ora un problema di fiducia con le autorità», ha detto.¹³⁵ Parlando con il sito di analisi finanziaria *MarketWatch*, Mohit Kumar, capo economista finanziario in Europa di Jefferies, una banca d'investimento USA, ha fatto eco a tale sentimento: «L'accordo UBS-CS avrebbe potuto evitare un evento di rischio immediato, ma la svalutazione degli AT1 ha aggiunto un'incertezza che potrebbe persistere per settimane se non mesi».¹³⁶ Parlando con *BNN Bloomberg*, Charles-Henry Monchau, chief investment officer del gruppo finanziario svizzero Syz Bank, è stato ancora più duro: «Si tratta di uno sviluppo negativo, dato che anche gli obbligazionisti non garantiti, di solito, si collocano al di sopra degli azionisti nella struttura del capitale».¹³⁷ «Quindi - ha proseguito - il fatto che gli azionisti ottengano "qualcosa" e i possessori di CoCo bond "niente" solleva seri interrogativi sul reale valore dei CoCo bond. Questo sta creando rischi di contagio sui CoCo. C'è anche il rischio di un effetto di spillover sul credito globale».¹³⁸

In alcuni ambienti, si è ipotizzato che la mossa del governo svizzero fosse motivata politicamente e che Berna abbia tentato di tutelare le sue relazioni estere con l'Arabia Saudita e il Qatar. La Saudi National Bank (SANB) (XSAU:1180), posseduta al 37% dal Public Investment Fund di Riyadh era il maggiore azionista di CS e possedeva il 9,9% del suo capitale azionario prima del crollo. La Qatar Investment Authority (QIA), il fondo sovrano di Doha, era il secondo maggiore azionista di CS e possedeva il 6,8% del suo capitale azionario. Nonostante l'insinuazione, SANB ha confermato alla *CNBC* di aver subito una perdita di circa l'80% sul suo investimento in CS.¹³⁹ Tuttavia, nelle trading room della City, si mormora che la

¹³⁵ Smith, G. "European bank bond, stock prices fall after CS's surprise AT1 wipeout", *Investing.com*, 20 March 2023, <https://www.investing.com/news/stock-market-news/european-bank-bond-stock-prices-fall-after-css-surprise-at1-wipeout-3034310>.

¹³⁶ Neeley, B. "\$275 billion bank convertible bond market in turmoil after Credit Suisse's securities were wiped out". *Business News*, 20 March 2023, <https://biz.crastr.net/275-billion-bank-convertible-bond-market-in-turmoil-after-credit-suisse-securities-were-wiped-out/>.

¹³⁷ Monchau, C.H. "UBS, Credit Suisse deal's not about saving a bank but the Swiss Banking System: Bank SYZ CIO", [video] *BNN Bloomberg*, <https://www.bnnbloomberg.ca/video/ubs-credit-suisse-deal-s-not-about-saving-a-bank-but-the-swiss-banking-system-bank-syz-cio-2650624>.

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ Turak, N. "Saudi National Bank loses over \$1 billion on Credit Suisse". *CNBC*, 23 March 2023, <https://www.cnbc.com/2023/03/20/saudi-national-bank-loses-over-1-billion-on-credit-suisse-investment.html>.

svendita che ha portato al crollo di CS è da imputarsi proprio a SANB stessa. Il 15 marzo, dopo che il CS aveva riportato una perdita di CHF 7,3 miliardi per il 2022, il presidente di SANB Ammar Al Khudairy è stato intervistato da *Bloomberg*. L'agenzia di informazione e analisi finanziaria gli ha chiesto se SANB fosse intenzionata ad aumentare la sua partecipazione in CS per stabilizzarne la posizione finanziaria. La sua risposta è stata "assolutamente no, per tanti motivi oltre al più semplice motivo, che è normativo e statutario".¹⁴⁰ Il commento ha scatenato il panico degli investitori e ha fatto scendere le azioni del CS del 30% durante la sessione di negoziazione in Borsa, portando la banca sull'orlo dell'insolvenza. Evidentemente, la posizione di Al Khudairy non aveva alcun senso. In qualità di maggiore azionista, SANB aveva da perdere più di tutti dalla debolezza del CS. Pronunciare parole di disinteresse ad intervenire dopo risultati finanziari deludenti equivaleva a un suicidio finanziario. Prevedibilmente, il 27 marzo, Al Khudairy si è dimesso dall'incarico, adducendo "ragioni personali", dopo che il suo passo falso è stato criticato dall'intera comunità finanziaria internazionale.¹⁴¹ "La questione della dichiarazione del presidente non è passata inosservata a Palazzo Reale", ha detto un banchiere basato in Arabia Saudita, citato da *Bloomberg*.¹⁴²

Come sempre accade, la cattiva governance, l'incompetenza gestoria, gli errori di comunicazione e le manovre politiche hanno lasciato un pesante conto da pagare. In un'analisi per la *CNN*, Hannah Ziady ha scritto: "Il contribuente svizzero si è ora accollato CHF 9 miliardi di potenziali perdite future di UBS, derivanti da determinate attività del CS, a condizione che tali perdite superino CHF 5 miliardi. Il governo ha anche esplicitamente garantito un'ancora di salvezza di CHF 100 miliardi a UBS, qualora ne avesse bisogno, anche se questa sarebbe rimborsabile".¹⁴³

¹⁴⁰ El-Din, Y.G. & Halftermeyer, M. "Credit Suisse Reels After Top Shareholder Rules Out Raising Stake". *Bloomberg*, 15 March 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-15/credit-suisse-top-shareholder-rules-out-more-assistance-to-bank-lf9gfhbr?sref=VYQZzSZK#xj4y7vzkg&leadSource=uverify%20wall>.

¹⁴¹ Gambrell, J. "Saudi National Bank chair resigns after Credit Suisse storm". *Associated Press*, 27 March 2023, <https://apnews.com/article/saudi-arabia-credit-suisse-alkhudairy-resigns-b9aeb2ee06891050c81dca079a083b11>.

¹⁴² Martin, M. & Parasie, N. "Saudi National Bank Chair Resigns After Credit Suisse Remark". *Bloomberg*, 27 March 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-27/saudi-national-bank-chairman-resigns-after-credit-suisse-comment#xj4y7vzkg>.

¹⁴³ Ziady, H. "Too big for Switzerland? Credit Suisse rescue creates bank twice the size of the economy". *Cnn*, 24 March 2023, <https://edition.cnn.com/2023/03/23/investing/credit-suisse-ubs-impact-switzerland/index.html>.

Conclusioni

La risoluzione USA alla crisi è stata analitica ed efficace. Il Bank Term Funding Program offerto dalla FED, insieme all'estensione implicita dell'assicurazione sui depositi a tutti i depositanti offerta dalla FDIC, ha prevenuto una crisi sistemica e ridotto il rischio di una bank run generalizzata nel breve periodo.¹⁴⁴

Secondo De Marzo et al. (2023), in senso stretto, nel caso di SVB (nonché di Signature Bank e First Republic Bank), l'azione delle autorità di vigilanza ha evitato il moral hazard. Azionisti e management, le cui decisioni hanno portato al fallimento, sono stati spazzati via e le attività cedute a nuovi proprietari.¹⁴⁵

Le autorità di vigilanza USA hanno operato da agenti razionali. Esistono dei rischi sistemici reali. Il sistema bancario è un network in cui i bilanci delle banche sono interconnessi, per cui uno shock su una banca viene trasferito sulle altre. Esiste, tuttavia, altro aspetto che supera l'aspetto reale dei flussi di cassa reali ed è dovuto alle aspettative (beliefs). Queste si manifestano attraverso il ruolo dei depositi. Poiché molte istituzioni creditizie adottano una grande leva finanziaria, il rischio è che in un determinato momento si formi nel mercato una eterogeneità di beliefs. Nel momento in cui i depositanti dovessero decidere per qualche motivo anche irrazionale che c'è un rischio di insolvenza, si innesca una bank run. Di conseguenza, un rischio idiosincratico muta in rischio sistemico.

Per descrivere questo fenomeno, alla fine degli anni '70, nella letteratura di macroeconomia apparve il concetto di sunspot,¹⁴⁶ ovvero ci sono degli aspetti che sono delle variabili estranee, cioè non reali, capaci però di avere un impatto reale sull'economia. Per questo motivo, l'intervento statale può avere rilevanza nel cambiare i beliefs che potrebbero causare una crisi di fiducia. Lo strumento di intervento, la garanzia, si presta perfettamente a questa modalità di azione. In presenza di un sunspot, il costo implicito della garanzia è pari a zero. Se le autorità di vigilanza correttamente classificano un rischio come idiosincratico, la garanzia cambia i beliefs, la bank run non avviene e la garanzia non verrà mai escussa. Ciò ha permesso alla FDIC di annunciare la copertura di tutti i conti correnti bancari, anche quelli sopra la soglia assicurabile di \$250 mila. La risoluzione USA è stata una spettacolare forma di

144 De Marzo, P., Xuewei Jiang, E., Krishnamurthy, A., Matvos, G., Piskorski, T. & Seru, A. "Resolving the Banking Crisis". Chicago Booth Stieglar Center for the Study of the Economy and the State, *Promarket*, 20 April 2023, <https://www.promarket.org/2023/04/20/resolving-the-banking-crisis/>.

145 *Ibid.*

146 Cass, D. & Shell, K. (1983). "Do Sunspots Matter?". *J. Pol. Econ.* 91 (21), 193-228.

arbitraggio sistemico.

Al contrario, il salvataggio di CS non si conclude con un lieto fine. La fusione di CS e UBS non gioverà alla Svizzera, le cui due SIFI (istituzioni finanziarie di importanza sistemica) "troppo grandi per fallire" si uniranno in un'unica banca "ancora più grande per fallire" con un bilancio pari a più del doppio del PIL svizzero. A quota CHF 333 miliardi, le giacenze di conto corrente nella nuova banca equivalgono al 45% del PIL, un importo enorme anche per un paese austero, con finanze pubbliche rigorose e bassi livelli di debito pubblico.¹⁴⁷ In uno studio per la Federal Reserve Bank di Richmond, Ennis & Malek (2005) avevano spiegato i rischi della politica "too big to fail".¹⁴⁸ Alcune banche potrebbero essere considerate troppo grandi per fallire: se una di queste banche dovesse trovarsi in difficoltà, spiegano gli autori, il mercato potrebbe aspettarsi un salvataggio da parte del governo; la possibilità di salvataggi contingenti crea un rischio e una distorsione dimensionale nelle decisioni delle banche.¹⁴⁹ Di conseguenza, ritorna il problema sollevato da Mishkin, Stern & Feldman (2006): se le banche tendono a diventare più rischiose e più grandi, il costo della distorsione "too-big-to-fail" potrebbe diventare "too big to ignore".¹⁵⁰ Nel mercato sussiste ora una certa preoccupazione. In una nota di ricerca, l'analista capo di JP Morgan Kian Abouhossein ha scritto: "C'è troppo rischio di concentrazione e una posizione dominante nel mercato interno svizzero".¹⁵¹ Il gran finale svizzero è un monopolio. In "Highlander", il miglior film a non aver mai vinto un Oscar, gli immortali si affrontavano in un duello all'ultimo sangue, promettendosi: "ne resterà soltanto uno". Tale prospettiva era terrificante.

¹⁴⁷ Ziady, *supra*, nota 143.

¹⁴⁸ Ennis, H.M. & Malek, H.S. "Bank Risk of Failure and the Too-Big-to-Fail Policy". Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, Spring 2005.

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ Mishkin, F. S., Stern, G., & Feldman, R. (2006). "How Big a Problem Is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's 'Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts'." *J. Econ. Lit.*, 44 (4), 988-1004.

¹⁵¹ Come riportato da Munoz, M. "JPMorgan sees Credit Suisse takeover as likely scenario". *The Edge Markets*, 16 March 2023, <https://www.theedgemarkets.com/node/659511>; e da Smith, E. "Fail or sale? What could be next for stricken Credit Suisse". *CNBC*, 18 March 2023, <https://www.cnbc.com/2023/03/18/credit-suisse-banking-experts-predict-what-could-happen-next.html>.

1. La tassonomia

Secondo un approccio di *common law*, l'articolata classificazione dei token in base alla loro funzione, origine e struttura⁰¹, non lascia molto spazio a considerazioni generali e unificanti; vengono cioè colte e regolate le particolarità di ogni manifestazione del fenomeno rinunciando alla costruzione, fin da subito, di una disciplina unitaria. Questa verrà col tempo – forse – quando dalla produzione normativa di dettaglio emergeranno tratti comuni che, nell'ambito di una riforma, costituiranno l'ossatura di un nuovo istituto giuridico. È questo un percorso che procede dal particolare al generale.

Al contrario, un approccio continentale di matrice pandettistica, ci stimola a ricondurre fin dalla prima riflessione – se possibile – un nuovo fenomeno tecnologico o sociale nei generali principi e istituti già esistenti (e resistenti da secoli o millenni) per poi domandarci se questi vadano corretti, o meglio, se debbano essere adattati alle nuove circostanze con interpretazioni evolutive, senza attendere un intervento del legislatore. È questo un percorso che procede dal generale al particolare.

I due approcci, che potremmo definire induttivo e deduttivo, non sono antitetici, ma convergenti. L'uno non è migliore dell'altro. Entrambi ricercano nella legge la coerenza (logica), il giusto (etica), la verità (realtà). Per quanto talvolta conducano su strade diverse, alla fine queste non possono che incontrarsi⁰².

Nel presente lavoro, tenendo sullo sfondo le tassonomie da tempo elaborate in tema di token e cryptoasset, si fornisce un contributo per una loro sistematizzazione in una prospettiva meramente civilistica. Né viene affrontata la questione regolamentare della riconducibilità alla nozione di "strumenti finanziari" (o altro), rispondente per lo più ad esigenze immediate di tutela del mercato e del pubblico

⁰¹ P. FRENI, E. FERRO, R. MONCADA, *Tokenization and Blockchain Tokens Classification: a morphological framework*, in *Blockchain: Research and Applications*, Vol. 3, Issue 1, March 2022, 1000692020; L. OLIVEIRA, I. BAUER, L. ZAVOLOKINA, G. SCHWABE, *To token or not to token: Tools for understanding blockchain tokens*, in *International Conference on Information Systems 2018, ICIS 2018*, no. October, 2018; W. MOUGAYAR, *Tokenomics – A Business Guide to Token Usage, Utility and Value*, in *medium.com*; G. FRIDGEN, F. REGNER, A. SCHWEIZER, N. URBACH, *Don't Slip on the Initial Coin Offering (ICO) - A Taxonomy for a Blockchain-enabled Form of Crowdfunding*, conference paper presentato al *Twenty-Sixth European Conference on Information Systems (ECIS2018)*, Portsmouth, UK, June 2018, p. 8.

⁰² I. VESSEY e R. GLASS, *Contemporary Application-Domain Taxonomies*, in *IEEE Software*, vol. 12, no. 04, 1995, p. 63: «*taxonomies can help to predict future development areas, similar to the periodic table, which predicted the existence of elements decades before they could be isolated*».

risparmio piuttosto che di definizione ontologica⁰³.

2. Unicità e originalità in ambiente digitale

Un token è innanzi tutto un'informazione caricata in un network DLT, come tale praticamente impossibile da rimuovere e alterare poiché governata da un protocollo condiviso tra più elaboratori che ha proprio l'obiettivo di impedire interventi opportunistici⁰⁴.

Non solo, tale informazione, proprio grazie all'ambiente digitale in cui è caricata e al protocollo che lo governa, è anche collocata in una sequenza cronologica lineare altrettanto inalterabile e indelebile quanto l'informazione stessa.

In estrema sintesi, quindi, possiamo sostenere che la vera essenza di un token è quella di essere una informazione indelebile e storicizzata. Tali caratteristiche, che segnano i tratti della rivoluzione tecnologica della blockchain, rendono il token un *asset digitale durevole e rivale*.

Durevole, poiché resiliente e immutabile fintanto che la DLT, per architettura e *governance*, conserva una sufficiente estensione e affidabilità.

Rivale, poiché, sebbene sia formato da bit e non da atomi, un token occupa – proprio come un oggetto fisico – uno suo esclusivo *locus*, discreto e non occupabile da altri token. Si tratta di uno spazio virtuale, nel senso che non è un luogo geografico. È piuttosto un punto nella sequenza dei *ledger* che formano

⁰³ Per l'analisi esauriente degli aspetti regolamentari, rinvio a G. GITTI, M.R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambio di criptoattività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, I, 2019, pp. 94-114; G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, n. 1, Giuffrè, parte I, p. 13.

⁰⁴ Il migliore e completo modo di definire una DLT (Distributed Ledger Technology) è quello di "esplodere" la definizione composita proposta in ISO 22739:2020 (*Blockchain and distributed ledger technologies – Vocabulary*). Questo il risultato (con qualche opportuna modifica): una DLT è una tecnologia che consente la registrazione di informazioni e l'esecuzione di un programma per elaboratore (smart contract) su una pluralità di computer sincronizzati (network) che operano secondo un meccanismo di consenso condiviso. Ancorché la parola "distributed" sia nell'acronimo DLT, essa non compare nella definizione (ed è apparentemente sostituita dalla parola "synchronized"). Si tratta con tutta probabilità di una scelta consapevole. Ciò che rileva, infatti, non è tanto la distribuzione dei nodi, quanto la loro decentralizzazione. Non si può negare, peraltro, che molti progetti denominati DLT non siano davvero decentralizzati (né distribuiti) e che abbiano quindi nodi dotati di particolari privilegi nell'esecuzione del protocollo di consenso (per una corretta, esauriente e sintetica spiegazione della differenza tra sistemi centralizzati, decentralizzati e distribuiti, v. J. POENITZSCH, *What's the difference between Decentralized and Distributed?*, in *medium.com/nakamo-to*, ottobre 2018).

una DLT che attribuisce al token una sua coordinata esclusiva nella quale esso esiste e che quindi lo identifica in modo univoco⁰⁵.

La rivalità del token, così intesa, fa emergere una proprietà non altrimenti attribuibile ad un qualsiasi asset digitale: l'originalità.

Infatti, un token, essendo cronologicamente disposto, può sempre essere distinto da un altro anche laddove contenga la medesima informazione. In una DLT, insomma, esiste sempre un prima e un dopo; esiste cioè una linea temporale (ancorché non universale⁰⁶) lungo la quale sono collocati i token. La rivalità, quindi, non è solo spaziale, ma anche temporale sicché tra due o più token identici (non unici), potrà sempre essere individuato quello più risalente.

Naturalmente, il concetto di originalità può essere intenso anche in senso giuridico oltre che meramente temporale. Originale non è necessariamente solo il token creato per primo, ma anche, e innanzi tutto, quello creato in modo legittimo, ovvero per legittima successione di diritti.

3. Disponibilità e scambio dei token

Il carattere rivale del token si trasmette al rapporto con il suo detentore ed incide necessariamente sull'accertamento o costituzione di diritti reali e sulle eventuali azioni esperibili a tutela della proprietà e del possesso.

Si consideri che l'istituto del possesso nasce *in mente legilatoris* con solo riferimento ai beni materiali e, quindi, solo come *possesso rivale ed esclusivo*, ovvero come relazione di fatto con la cosa che attribuisce al possessore alcune prerogative (es.: usucapione ex art. 1161 c.c. e acquisto in buona fede ex art. 1153 c.c., azione di reintegrazione ex art. 1168 c.c.) escludendo al tempo stesso che le medesime

⁰⁵ Si badi bene: rivalità non è sinonimo di unicità. Nel mondo fisico tutte le cose sono spazialmente rivali nel medesimo tempo, ma non sono necessariamente uniche o storicizzate poiché possono esistere oggetti letteralmente indistinguibili gli uni dagli altri. Si pensi non solo alle produzioni in serie dove l'unicità (indistinguibilità) è frutto solo della trascuratezza delle informazioni relative ai singoli prodotti, ma si pensi alle particelle subatomiche le quali sono per propria natura indistinguibili le une dalle altre per inesistenza in natura di caratteri differenzianti propri (cioè che non attengono al moto e posizione). La rivalità attiene quindi alla collocazione nello spazio-tempo di un oggetto. L'unicità attiene alle qualità intrinseche dell'oggetto rivale. Un token è intrinsecamente rivale, ma non necessariamente unico. Si tornerà sul questo punto nel paragrafo 14.

⁰⁶ La sequenza ufficiale dei ledger e del loro contenuto (transazioni), ovvero quella condivisa nella maggioranza dei nodi, può essere solo una. In forza del protocollo di consenso, in un determinato ambiente DLT non possono esistere sequenze di ledger in conflitto.

possano essere riconosciute ad altri.

Ne consegue che, a differenza dei comuni *asset digitali* che sono duplicabili all'infinito e per i quali, quindi, proprio come i beni immateriali, il possesso non è una situazione di fatto, ma di diritto, ravvisabile solo nell'esibizione di un titolo comprovante la legittima titolarità di un diritto reale (di godimento o garanzia)⁰⁷, ad un token, proprio perché "rivale", può applicarsi la nozione di possesso in senso tradizionale, come potere di fatto (ed esclusivo) sulla cosa.

Un token, cioè, può essere "scambiato", e cioè consegnato ad un terzo solo a condizione di uscire dalla sfera di disponibilità del cedente. Beninteso, lo scambio (transazione) non comporta alcuno spostamento del token. Come accennato, infatti, l'informazione che lo costituisce è indelebile. Ciò che accade, invece, è un aggiornamento di tale informazione con corrispondente annotazione in un *ledger* successivo di una chiave crittografica nella disponibilità del cessionario⁰⁸.

Va inoltre sottolineato che, grazie all'architettura distribuita e decentralizzata di un network DLT, lo scambio di un token può essere effettuato senza il concorso di un terzo fiduciario che provveda a garantire la trasmissione dell'informazione conservandola e mantenendola inalterata durante la transazione⁰⁹.

Non solo quindi un token è nella disponibilità esclusiva del suo prenditore, ma è anche nella sua *disponibilità immediata e diretta*. Esattamente come accade con i beni fisici che possono essere scambiati *brevi manu* senza ricorso ad intermediari che provvedano allo scambio. In tale prospettiva, un token è un bene immateriale (digitale) che si atteggia per molti aspetti come un bene materiale.

⁰⁷ Si pensi per esempio alla costituzione di pegno su marchio per la quale la consegna del bene è solo figurata poiché consistente nel possesso del titolo costitutivo del diritto di garanzia e nella annotazione dello stesso nel registro dei marchi presso l'UIBM.

⁰⁸ Un token, pertanto, non conserva solo l'informazione originariamente caricata in DLT, ma anche ogni successivo aggiornamento di tale informazione (come la girata di un titolo, vedi *infra*).

⁰⁹ È pur vero che il network DLT, quale piattaforma che provvede all'esecuzione del protocollo di scambio, può essere definita "terzo". Va tuttavia considerato che l'architettura distribuita e *permissionless* può sostanzialmente diluire il ruolo dei nodi sicché nessuno di essi ha la disponibilità del token e ciascuno singolarmente è tanto irrilevante da non potere essere neppure considerato, nell'insieme con gli altri, un "soggetto terzo", quanto piuttosto elemento di una infrastruttura pubblica, nel senso di infrastruttura non riconducibile alla proprietà (neanche per quota) dei singoli nodi, ma appartenente alla comunità indivisa di tutti loro in quanto tale.

4. (Segue) Possesso e detenzione in chiave criptografica

Il possesso è una situazione di fatto consistente nel «*potere sulla cosa che si manifesta in un'attività corrispondente all'esercizio della proprietà o di altro diritto reale*» (art. 1140 c.c.).

Se nel mondo fisico è abbastanza agevole individuare chi ha il «*potere sulla cosa*» in colui che ha una relazione materiale con essa (cioè in colui che di fatto può esercitare «*un'attività corrispondente all'esercizio della proprietà o di altro diritto reale*»), il concetto di possesso assume in ambito digitale una connotazione peculiare essendo tradizionalmente ravvisabile solo *per relationem* con il possesso del supporto sul quale il bene digitale (file) è registrato.

Al contrario, il possesso di un token non è determinato *per relationem*. Esso, infatti, risiede su un numero indefinito e variabile di nodi nessuno dei quali può disporre del token.

Il possesso va quindi individuato in relazione al possesso della *chiave privata*, ovvero della soluzione crittografica che consente l'aggiornamento delle informazioni del token. O meglio, poiché la chiave altro non è che un'informazione essa stessa, il possessore del token è colui che conosce tale informazione o che può avere accesso ad essa, sia che risieda su un supporto fisico, anch'esso nella diretta disponibilità del possessore, sia che sia archiviata presso un soggetto terzo (*wallet provider*) che detiene la chiave per conto del legittimo possessore («*Si può possedere direttamente o per mezzo di altra persona, che ha la detenzione della cosa*», art. 1140 c.c.).

Il possesso di un token – il potere su di esso – non è quindi qualificabile come *detenzione qualificata* di un soggetto su una cosa, ma come *conoscenza qualificata* di un soggetto rispetto ad una informazione, ovvero come legittima conoscenza (o legittimo accesso) a tale informazione, che nella specie è la chiave privata che consente la disponibilità del token associato alla corrispondente chiave pubblica¹⁰.

La nozione di possesso, come appena declinata, e le considerazioni svolte in ordine al carattere durevole e rivale del token, valgono a definire la sua natura quale "titolo in senso stretto" (infra par. 11). Per cogliere appieno il significato e le ragioni di tale conclusione, occorre svolgere alcune considerazioni

¹⁰ La chiave privata generata dall'algoritmo impiegato nel protocollo Bitcoin (*Curve Digital Signature Algorithm*) è una stringa di 64 caratteri alfanumerici. La memorizzazione delle chiavi è quindi impraticabile e di fatto si ricorre a supporti di memorizzazione propri oppure offerti come servizio da terzi (*wallet provider*). Il possesso torna quindi ad essere più che conoscenza della chiave, rapporto di fatto con il supporto di memorizzazione ove essa è registrata, ovvero rapporto di diritto che consente il legittimo accesso al suo contenuto.

preliminari in tema di file digitali e teoria del documento.

5. Contenuto e smart contract

Nel paragrafo 2 un token è stato definito, in prima approssimazione, come una informazione caricata su DLT, cioè come un'informazione indelebile e storicizzata poiché trattata con una particolare classe di soluzioni tecnologiche¹¹. Si tratta di una definizione che quindi rinvia al modo specifico in cui l'informazione, quale essa sia, è gestita per conferirle le caratteristiche di resilienza e unicità.

Un token, quindi, non è l'informazione in sé, ma, è il *formato* che l'informazione assume, esattamente come accade per altri formati, per esempio i file di lettura .pdf o .docx, i quali possono contenere il medesimo testo e trattarlo tuttavia con diverse modalità, conferendogli diverse caratteristiche e abilitando diverse funzionalità per l'utente.

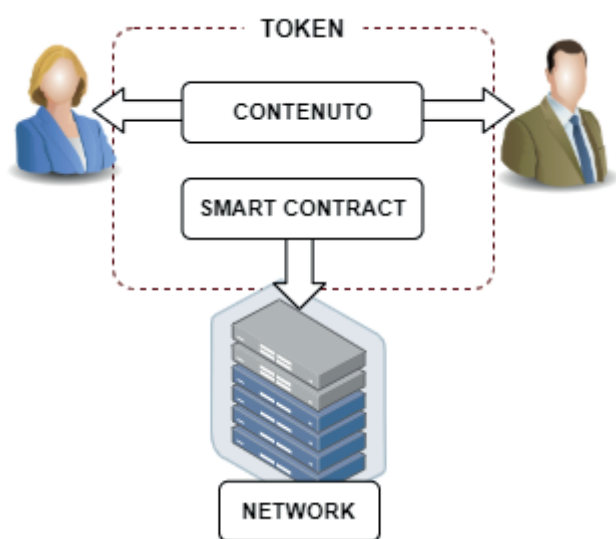
In tali termini, i token sono quindi una particolare classe di *file format* che, a differenza di quelli comunemente noti, sono resilienti e rivali. Ne consegue che l'informazione in essi contenuta, è "tokenizzata", ovvero formattata per il suo inserimento in una piattaforma DLT al fine di renderla indelebile e storicizzata. Ed è tale informazione che di volta in volta assume rilievo centrale ai fini dell'indagine civilistica che si propone il presente lavoro: non è infatti il token (il formato) in quanto tale ad essere interessante per il giurista, quanto l'informazione che il token veicola nonché le proprietà che la tecnologia a registri distribuiti le conferisce. Un token, quindi, non può essere riduttivamente inteso come mera stringa alfanumerica caricata in DLT, ma va considerato come un tutt'uno con l'ecosistema informatico in cui vive e con l'informazione a cui è associato.

A tale riguardo, va preliminarmente chiarito che in un token, così come in un qualsiasi file, l'informazione totale in esso contenuta ha una duplice funzione poiché parte di essa si rivolge alle macchine che lo ospitano, altra parte si rivolge agli utenti che lo possiedono e condividono.

Un token, infatti, per un verso è informazione espressa in codice informatico – non intellegibile alla generalità degli utenti – scritta affinché sia comprensibile (eseguibile) dai nodi del network DLT. Fin qui,

¹¹ Invero, il riferimento da una particolare tecnologia, o classe di tecnologie, limita la definizione di token. Una qualsiasi informazione digitale discreta (file) che sia immutabile e storicizzata (append-only) potrebbe ricadere a pieno titolo nella definizione di token (digitale) anche se trattata al di fuori di soluzioni DLT.

quindi, un token è un programma per elaboratore o, come più comunemente noto, uno *smart contract*¹².



Per altro verso, un token è il *medium* di un dialogo tra esseri umani. Esso cioè contiene un'informazione rivolta a questi ultimi ed espressa con segni da loro intellegibili (es.: le informazioni contabili di una criptovaluta, le immagini di un'opera digitale, le promesse al pubblico di un *utility token*). Per tale parte, un token non è programma per elaboratore, ma *contenuto*¹³. Questa è la parte di informazione rilevante per l'interprete giacché essa sola gli consente di procedere alla qualificazione giuridica di un particolare token a cominciare dalla sua natura (immagine, testo, registrazione audio-video, codice, ecc.) per poi conside-

¹² È cioè un programma per elaboratore la cui esecuzione (input, elaborazione e output) è trasparente e necessitata (c.d. *open execution*, v. nota 13). Che poi erroneamente lo *smart contract*, dopo quasi trent'anni (!) dal "conio" della locuzione (N. SZABO, *Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets*, 1996), sia ancora inteso come contratto in senso tecnico (v. per tutti, P. DE FILIPPI e A. WRIGHT, *Blockchain and the Law (The Rule of Code)*, Harvard, 2018, 27-29; T. SCHREPEL, *Smart Contracts and the Digital Single Market Through the Lens of a "Law + Technology" Approach*, Publications Office of the European Union, Lussemburgo, 2021, pp. 32 e 44 e in Italia, *ex multis*, M. FARINA, *Smart Contract, tra automazione contrattuale e disumanizzazione dei rapporti giuridici*, in *giustiziacivile.com*, 8/2020, p. 11, per il quale uno *smart contract* è «un contratto digitale[e] irrevocabile»; così già, aggiungendo «autoeseguibile», L. PAROLA, P. MERATI e G. GAVOTTI, *Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte*, in *I Contratti*, 6/2018, p. 684) è purtroppo limite che la dottrina si porta dietro da anni per una errata commistione tra aspetti informatici e giuridici (per una eccezione vedi J. FAIRFIELD, *Tokenized: The Law of Non-Fungible Tokens and Unique Digital Property*, in *Indiana Law Journal*, 2021, disponibile su SSRN, il quale così efficacemente sintetizza: «...smart contracts, an unfortunate early nomenclature developed from crypto-theorists' desire to do away with law»). Il tutto sarebbe risolto se, ascoltando un illustre Autore si distinguesse tra atto e documento (F. CARNELUTTI, *La prova civile*, Roma, 1947 (rist., Giuffrè 1992), p. 104: «il considerare che il negozio non può esistere senza il documento, invita a credere che il negozio e il documento siano un tutt'uno»).

¹³ O, più specificamente, un «contenuto digitale», come definito dalla all'art. 2 della Direttiva (UE) 2019/770 («i dati prodotti e forniti in formato digitale») a cui si accede a mezzo di un «servizio digitale» («un servizio che consente al consumatore di creare, trasformare, archiviare i dati o di accedervi in formato digitale» nonché di condividerli o avere con essi «qualsiasi altra interazione», *ivi*). Il servizio digitale, in una DLT, potrebbe essere privo di un fornitore definito, rendendo in taluni casi difficilmente applicabile la direttiva.

rare e procedere all'analisi di vari altri fattori, anche contingenti ed estrinseci (paternità, rapporti tra le parti, luogo e tempo di formazione, effetti attesi con lo scambio, ordinamento di riferimento, ecc.).

Un conto, insomma, è la dimensione verticale del dialogo uomo-macchina (*smart contract*). Altro conto è la dimensione orizzontale del dialogo uomo-uomo (*contenuto*)¹⁴.

Tale struttura *duale*, fa sì che i token siano file programmabili, nel senso che non solo hanno un contenuto che esprime un dialogo tra ordinante e prenditore, ma contengono anche un codice informatico per fornire istruzioni ai computer che li ospitano. Ma qui rileva una netta differenza con i comuni file: anche questi ultimi sono programmabili in certa misura, ma la loro esecuzione è sempre rimessa alla volontà di chi ne ha una copia che può scegliere se eseguirlo o meno su una macchina a sua disposizione. Un token, invece, è un file distribuito, come tale in perenne stato di esecuzione su un numero indefinito di macchine. Più precisamente, un token è un file ad *esecuzione pubblica*¹⁵, cioè sottratta alla discrezionalità di un decisore e rimessa invece al consenso distribuito generato dal protocollo DLT.

Lo smart contract di un token, in altri termini, esegue sempre il suo programma indipendentemente dalla volontà maturata successivamente dal suo prenditore (o da chiunque altro).

6. Contenuto nella teoria generale del documento

Prima di affrontare Un documento è uno «strumento che consente la formulazione di un giudizio circa l'esistenza di un fatto o atto, nonché la possibilità di sussumere il fatto o atto sotto una fattispecie nor-

¹⁴ Questa distinzione è spesso trascurata generando non pochi fraintendimenti nell'analisi del fenomeno. Si veda, da ultimo, A. SPEDICATO, *NFT e Arte digitale: come la blockchain ti certifica la proprietà dell'opera originale*, in *Sprint*, 3 maggio 2022 (<https://sistemaproprietaintellettuale.it/>), che qualifica come smart contract il contenuto negoziale di un token: «Per ottenere la titolarità sull'opera e quindi la cessione definitiva dei diritti di sfruttamento economico della stessa o una specifica licenza d'uso in esclusiva (non dell'esemplare autenticato dunque, ma dell'opera in sé), l'NFT deve essere associato anche ad uno smart contract che detti le specifiche condizioni d'uso dell'opera». Sull'inquadramento tecnico e la qualificazione giuridica degli *smart contract*, mi permetto di rinviare al mio *Smart contract, né smart né contract*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2020, fasc. 2, pp. 241-258 (con critica alla "famigerata" definizione dell'art. 8-ter del D.Lgs. 135/2018).

¹⁵ Si parla in tal senso di *open execution*, ovvero della possibilità offerta dalla blockchain di rendere trasparente l'elaborazione dei dati consentendo a chiunque di verificare l'attendibilità delle dichiarazioni dei partecipanti (v. SALAH, DAMIANI, AL-FUQAHA-et al., *Open Execution—The Blockchain Model*, in *IEEE Blockchain Technical Briefs*, 2018).

*mativa*¹⁶.

Un documento, quindi, «è *una cosa*»¹⁷, un supporto durevole¹⁸ che contiene un'informazione che ha un significato in diritto¹⁹. Da una prospettiva contraria, un documento è un'informazione rilevante per il diritto fissata su un supporto durevole. *Supporto* e *informazione* sono quindi concetti distinti, ma assumono in reciproca combinazione una particolare rilevanza probatoria in una sintesi che chiamiamo "documento".

L'informazione espressa su supporto effimero (voce o segnale radio), così come il supporto durevole, ma privo di contenuto informativo (foglio bianco o disco ottico non inciso), non sono documenti. Naturalmente, qualsiasi supporto anche se "vuoto" reca con sé un'informazione che può essere rilevante per il diritto; quantomeno l'informazione della sua esistenza e consistenza. Ma il concetto di *documento* non va confuso con il concetto di *prova*.

A tale proposito, occorre riconoscere che nella definizione fornita all'inizio del presente paragrafo, manca ogni riferimento all'apporto umano nella formazione del documento²⁰. Ce lo ricorda un grande Maestro²¹: non ogni *strumento che consente la formulazione di un giudizio* è un documento. Non lo è

16 S. PATTI, *Della prova documentale*, in *Commentario al Codice Civile*, Bologna, 1996, 7; F. CARNELUTTI, *Documento (Teoria moderna)*, in *Nov. Dig.*, Torino, 1960, VI, 85 ss.. Per altri contributi v. C. MANDRIOLI, *Diritto processuale civile*, Torino, 2000, II, 197 ss.; A. PROTO PISANI, *Lezioni di diritto processuale civile*, Napoli, 1999, 451 ss.; G. CHIOVENDA, *Principi di diritto processuale civile*, Napoli, 1965, 842 ss.; S. SATTÀ, *Diritto processuale civile*, Padova, 1992, 357; P. GUIDI, *Teoria del documento*, Milano, ristampa 1992 (l'opera è del 1914).

17 Così F. CARNELUTTI, *La prova cit.*, 130, 134 e 181 ove osserva che un documento è «qualcosa che fa conoscere qualcos'altro». Rafforza il concetto N. IRTI, *Sul concetto giuridico di documento*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1969, 492 per il quale un documento è «un oggetto tra innumerevoli altri del mondo esterno».

18 «Un documento ha sempre un'età, uno spazio di vita, breve o lungo che sia» (N. IRTI, *Sul concetto giuridico di documento*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1969, 491).

19 La rilevanza giuridica del documento, ovvero del suo contenuto (L. CARRARO, *Il diritto sul documento*, CEDAM, Padova, 1941, p. 6), come elemento definitorio è criticata (P. GUIDI, *Teoria cit.*, p.45) poiché, da un lato, tutto è rilevante per il diritto, almeno in potenza; dall'altro, tale rilevanza è un mero accidente, eventuale e successivo.

20 Secondo il Carnelutti, anche altrove nei suoi numerosi scritti sul tema, (es.: F. CARNELUTTI, *Documento - teoria moderna*, in *Nov. dig. it.*, vol. VI, Torino, 1957, 85 ss.), un documento è in termini generalissimi «qualcosa che fa conoscere qualcos'altro» o ancora, una «cosa rappresentativa di un fatto». Definizione impostasi successivamente nel linguaggio giuridico (v. E. BETTI, *Diritto processuale civile italiano*, Roma, 1936, n. 98, p. 356), ma che trascura l'origine "umana" del documento.

21 «Il documento non è la cosa e non è il segno, ma, appunto, *res signata*, oggetto sul quale l'uomo ha agito», N. IRTI, *Sul concetto giuridico di documento*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1969, 492 e 502.

un fossile, ma non lo è neppure la registrazione effettuata da un impianto di videosorveglianza²². In entrambi i casi, infatti, si tratta di cose che consentono la formulazione di un giudizio, ma si tratta di cose in cui manca l'intervento umano²³.

Ciò che invece caratterizza un documento, in quanto tale, e lo differenzia per ciò da una prova, è il volontario intervento di un soggetto che fa una dichiarazione; che cioè nel supporto fissa una volontà o una narrazione²⁴.

Quanto alla volontà, il documento è tale in quanto l'autore con la dichiarazione intende costituire, modificare o estinguere una posizione giuridica soggettiva.

Quanto alla narrazione, questa non va intesa in senso extraprocessuale, ma quale racconto circa la conoscenza di un fatto²⁵.

22 Non sono documenti, ma "avanzi", «*frammenti superstiti di età passate*» (N. IRTI, *Sul concetto cit.*, 489). *Contra*, E.M. LA TORRE, *Contributo alla teoria moderna del documento*, Giuffè, 2004, p. 29, che pare non superare l'impostazione carneluttiana ritenendo le fotografie sempre e comunque documenti indipendentemente dal fatto che abbiano contenuto dichiarativo o meramente rappresentativo (richiamando la disposizione dell'art. 2712 in tema di prove). A ben vedere, si tratta di un mero problema definitorio e non di un contrasto di opinioni. Per N. Irti un documento è *res signata*, per F. Carnelutti (*La prova civile cit.*, p. 103 «*ma ciò non toglie che documento sia sempre anche la fotografia!*»), invece, sono tali anche le riproduzioni meccaniche (vedi anche nota successiva).

23 È pur vero che, come insegna F. CARNELUTTI, *La prova civile cit.*, pp. 187-188, i documenti si distinguono in diretti e indiretti, secondo che la rappresentazione avvenga o non avvenga per il tramite della mente umana. In tale prospettiva, una fotografia, ma anche un fossile e una registrazione di un impianto di videosorveglianza, sono qualificabili come documenti (diretti). Una tale classificazione, tuttavia, è forse eccessivamente ampia giacché, in relazione agli effetti giuridici che producono, poco rileva che un documento sia diretto o indiretto, quanto piuttosto quale sia il suo contenuto, ovvero se abbia o meno rilevanza probatoria o se, in un modo o nell'altro, il suo contenuto sia o meno attribuibile all'intervento anche indiretto di un soggetto (es.: fotografia). Va comunque precisato che spesso, in ambito processuale, la nozione di documento è così ampia fino a ricomprendere qualsiasi supporto che può avere contenuto probatorio, quindi qualunque *res mobile* con attitudine rappresentativa, ovvero avente la capacità di creare nella mente di chi la osserva la rappresentazione di un fatto avvenuto nel passato, indipendentemente dalla circostanza che tale rappresentazione sia o meno mediata da un atto comunicativo umano.

24 In tal senso, anche un "documento diretto", come inteso nella classificazione carneluttiana, come ad esempio una registrazione video, potrebbe essere un "documento" come inteso da Irti, allorché contenesse la ripresa di una persona che rilascia una dichiarazione. La qualifica di documento, quindi, è apprezzabile in relazione al contenuto dello stesso e non al mezzo con cui è realizzato.

25 Lo stesso Irti si domanda «*Quale criterio distingue l'opera di poeti e romanzieri dal verace conoscere storico?*», N. IRTI, *Sul concetto giuridico cit.*, 487. L'Autore, tuttavia, non fornisce una chiara risposta. Più che di contenuto dichiarativo e narrativo del documento, sarebbe forse opportuno parlare di contenuto "dispositivo" e "testimoniale", non ricadendo nella nozione di documento ciò che è mero frutto di espressione creativa o inventiva avente cioè, al più, rilievo sostanziale civilistico per il diritto d'autore, giammai processuale.

7. Elementi di teoria del documento informatico

Nella teoria classica del documento, ciò che nel precedente paragrafo abbiamo chiamato *supporto* e *informazione* sono rispettivamente denominati *materia* e *contenuto*²⁶.

Con riguardo ai documenti informatici è tuttavia preferibile parlare di "*formato*" anziché "*materia*", giacché quest'ultima non è elemento fisso del documento e niente affatto rilevante. Il formato, invece, rimane stabile indipendentemente dalla macchina o del supporto su cui il documento è caricato, ed è ciò che lo caratterizza al di là del suo contenuto. Così come non può esistere un documento autografo senza la carta su cui è scritto, non può esistere un documento informatico senza un *file format* in cui è espresso.

Possiamo anzi sostenere che il documento informatico non ha materia, ma un formato²⁷.

In tale prospettiva, la struttura di fondo di un documento tradizionale e del documento informatico sono simili, ma non del tutto uguali. Nel documento informatico, infatti, il formato assume la funzione che nel documento tradizionale assume la materia e quest'ultima è rimessa ad un livello più fondamentale. In altri termini, nel documento informatico, tra contenuto e materia, si interpone un *layer* aggiunti-

²⁶ *IBID*, 488: «Il passato, come tale, non è conoscibile; conoscibile è il materiale storico, che sopravvive e che cade sotto in nostri sensi».

²⁷ Il fondamentale ruolo del *file format* nella teoria del documento informatico è del tutto trascurato dall'elaborazione dottrinale. Per tutti, v. E.M. LA TORRE, *Contributo cit.*, p. 245 e ss., con ampi richiami in note, la quale scrive «In tutte le ipotesi di intermediazione di un computer (o di altro strumento della tecnologia digitale) per la redazione o creazione di un documento emergono due distinte entità: una, immateriale, costituita da impulsi (elettrici, elettronici, elettromagnetici, raggi laser o altro portato della tecnologia), creata in modo più o meno complesso e autonomo nel computer in base al programma ed immagazzinabile nella memoria e/o supporti mobili; una materiale, costituita proprio dalla memoria di massa e dagli altri supporti che contengono dati. Solo questi ultimi (i supporti che contengono dati) possono essere considerati documenti ed avere rilevanza giuridica in virtù della loro capacità rappresentativa» (pp. 265-266). E ancora «È solo quando l'informazione viene memorizzata su supporto o stampata su un foglio, che si ha un documento» (p. 277). Va tuttavia osservato che una siffatta riduzione del documento informatico al solo supporto fisico, tradisce la nozione comune. Quando pensiamo ad un documento informatico, anche per via della molteplicità di dispositivi e applicativi con cui viene rielaborato e trasmesso, non facciamo certo riferimento alle numerose memorie su cui gli impulsi (elettrici, elettronici, ecc.) sono fissati, ma alla costante informativa che tali impulsi rappresentano e che è ugualmente riprodotta in ciascuna memoria, ovvero il file digitale che ha un particolare titolo, data e formato. Del resto, non esistono tanti documenti informatici quanti sono i supporti su cui è fissato altrimenti, nel solo atto di inviare una e-mail, avremmo una moltiplicazione documentale di elevato fattore. Anche ai fini processuali i supporti fisici del documento informatico non rilevano affatto. La rilevanza probatoria non attiene mai al supporto, ma alla codifica del file, ai metadati, alle misure di protezione e conservazione anche presso provider (log di *cloud provider* per esempio).

vo che è a metà strada tra l'uno e l'altra. Il *file format*, che, da un lato è informazione (*software*), dall'altro è supporto (virtuale) sul quale si "fissa" il contenuto. Se nel documento tradizionale la materia consente la percezione del contenuto, nel documento informatico tale percezione è consentita tanto dal format che compila il contenuto per renderlo intellegibile, quanto dalla materia che, da un lato consente la compilazione (l'hardware esegue le operazioni secondo le istruzioni del format) e, dall'altro, espone all'osservatore il risultato della compilazione a mezzo delle interfacce utente²⁸.

In definitiva, il documento informatico non è connubio di contenuto e materia (come insegna Irti con riferimento al documento tradizionale²⁹), ma di contenuto e formato (*file format*). Il documento



informatico deve certamente avere la materia come suo ultimo sostrato ma, diversamente dal documento tradizionale, questa si colloca al di fuori della sua nozione. Insomma, il documento informatico

28 Le cose sono in realtà più complesse di così giacché l'operazione di compilazione non è rimessa solo al formato del file, ma ad un insieme di linguaggi e *firmware* posti a più livelli di programmazione. Ai fini che ci interessano, tuttavia, va giusto messo in evidenza che il formato è una modalità di disposizione del contenuto in modo che sia gestibile da talune macchine.

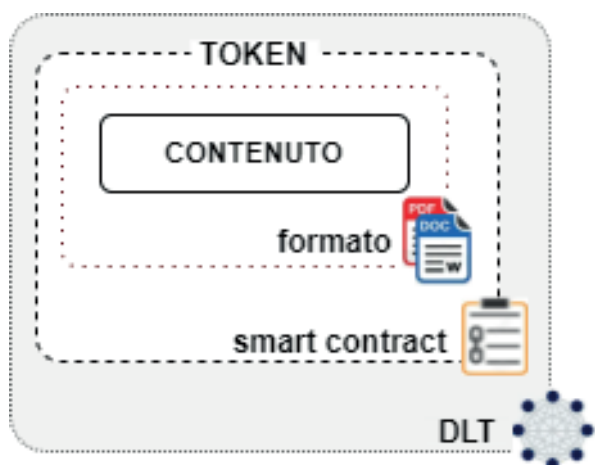
29 N. IRTI, *Sul concetto giuridico cit.*, 492: «oggetto sul quale l'uomo ha agito». F. CARNELUTTI, *Studi sulla sottoscrizione*, in *Studi di diritto processuale*, Padova, 1939, III, p. 227 ss., secondo il quale il documento deve essere qualificato distinguendo «tra il contenuto e il contenente cioè tra il documento e la dichiarazione. La distinzione riesce sufficientemente facile quando si ricordi che la dichiarazione è un atto, il documento è una cosa».

trascende la materia sostituendola con il formato e relegandola a elemento variabile e transeunte³⁰.

8. Token e documento informatico

Nel paragrafo 5 è stato rappresentato un token in ragione del tipo di informazione che lo costituisce e della funzione che tale informazione svolge: consentire un dialogo tra utenti (contenuto in senso stretto) o fornire istruzioni al network DLT (smart contract).

Similmente (paragrafi 6 e 7) anche il documento informatico è costituito da informazione che, da un lato – il contenuto – è creata e si rivolge agli utenti, ma dall'altro – il *file format* – è creata da uno sviluppatore terzo ed è rivolta alle macchine che ospitano il documento.



Si potrebbe a questo punto dedurre che lo smart contract nel token si pone nel medesimo rapporto che ha il formato nel documento informatico, ma non è del tutto corretto. Invero, lo smart contract³¹ si pone *a valle* del formato costituendo un ulteriore livello di complessità tipico dei token essendo il codice che provvede alla creazione (*mining/minting*), al trasferimento (transazione) e alla distruzione (*burning*); che ne regola insomma la vita in DLT.

Quanto a quest'ultima, poi, essa è in effetti il supporto materiale (contrapposto al supporto informatico

³⁰ Non a caso, il D.Lgs. 82/2005 (Codice dell'Amministrazione Digitale – CAD), riprendendo pari pari quanto già scritto nel lontano D.P.R. 153/1997, definisce il *documento informatico* come la «*il documento elettronico che contiene la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti*». Il "*documento elettronico*" è a sua volta definito dal Regolamento n. 910/2014 (*electronic IDentification, Authentication and trust Services – eIDAS*) richiamato ad integrazione delle definizioni del CAD al comma 1-bis dell'art. 1: «*qualsiasi contenuto conservato in forma elettronica, in particolare testo o registrazione sonora, visiva o audiovisiva*». Si noti che "rappresentazione informatica" (CAD) e "contenuto conservato in forma elettronica" (eIDAS) non fanno alcun riferimento alla componente materiale del documento (che peraltro sembra trascurata anche nel caso del *documento analogico* a sua volta definito in via residuale come «*rappresentazione non informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti*»).

³¹ La nozione di smart contract, in questo passaggio, va intesa in senso ampio, come anche codice che esprime il protocollo informatico di gestione del network (nel caso dei bitcoin, il Bitcoin Core).

– *format*) sul quale è in definitiva fissato il token. Ma, esattamente come nel caso del documento informatico, anche nel token la dimensione materiale (lo specifico supporto materiale in cui è memorizzato il token) è piuttosto irrilevante essendo sostituita dall'architettura del network che può essere assai mutevole e costituita da nodi indefiniti. Ciò che conta, in realtà, non è la macchina (o le macchine) in sé su cui risiede il token, ma il protocollo del network DLT che crea l'architettura più o meno distribuita e che garantisce l'immutabilità e la storicizzazione delle informazioni.

Va a questo punto chiarito un aspetto particolare delle DLT e cioè il fatto che quasi mai il "contenuto" è nei *ledger*, o interamente in essi³². Il file che contiene l'opera dell'ingegno o il testo contrattuale oggetto di un NFT, infatti, non risiede in replica nelle macchine che costituiscono il network. In queste è solo il suo *digest*, ovvero una stringa alfanumerica prodotta sottoponendo il file ad una funzione hash che lo identifica in modo univoco³³.

Tale circostanza non priva affatto il token del suo contenuto. Si tratta solo di una modalità *scissa* di formazione del documento informatico con rinvio "forte" ad un elemento extra-documentale, ma inde-

32 Un'eccezione è il protocollo Bitcoin (e praticamente tutti i protocolli criptovalutari) in cui le informazioni del token (contenuto e smart contract) sono normalmente solo in DLT non occorrendo altro che annotare nei *ledger* le partite di dare e avere nell'omonima valuta. La rappresentazione in figura del *format* con icone che richiamano i formati .pdf e .docx, pertanto, non deve trarre in inganno poiché il formato in DLT può anche essere solo quello nativo del protocollo. In Bitcoin c'è comunque un apposito campo nell'intestazione dei blocchi (*coinbase*) riservato a brevi messaggi di testo che potrebbero anche essere *digest* di file conservati *aliunde*. In tal caso la nozione di formato del contenuto deve estendersi fino a ricomprendere, a diversi livelli di lettura, sia il formato nativo di Bitcoin, sia quello del file ancorato al token.

33 Un token non può essere riduttivamente inteso come mero "puntatore", ovvero come semplice stringa alfanumerica, o addirittura come «porzione di software» (F. SARZANA, *Diritto della blockchain, Intelligenza Artificiale e IoT*, Wolterskluwer, 2018, p. 35). In tali termini, avulso cioè dal contesto informatico e dal significato a cui rinvia, un token perde di ogni interesse sia per l'informatico che per il giurista giacché la sua definizione non tiene conto del fondamentale carattere di rivalità, resilienza e storicizzazione che lo caratterizza, né tiene in considerazione il valore che associamo al suo contenuto, che sia un'opera d'arte, una criptovaluta o un altro titolo cartolare. Va quindi adottata una nozione di token allargata, comprensiva cioè del contesto in cui la stringa è trattata e del file o dell'informazione a cui essa è univocamente associata.

lebilmente ancorato in DLT e facilmente individuabile³⁴.

9. Token e contenuto

Nei paragrafi precedenti abbiamo visto che, in via generale, un documento è un supporto (sia fisico che informatico) sul quale un soggetto ha impresso dei segni; attraverso il quale, cioè, si è espresso.

Non solo, i segni impressi nel supporto, per ricondurre quest'ultimo nel *genus* "documento", devono avere un contenuto particolare che possiamo definire "dichiarativo"; devono cioè avere carattere dispositivo (di diritti) o testimoniale-narrativo (di fatti). In entrambi i casi, trattasi di espressioni attribuibili ad una persona quali sua manifestazione di volontà (in ordine alla sorte di diritti propri o altrui) o dichiarazione di scienza (in ordine alla conoscenza di un fatto)³⁵.

Al di fuori di tali ipotesi, ad esempio nel caso in cui i segni siano mera espressione della sensibilità arti-

³⁴ È pacifico (già T. ASCARELLI, *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1932, I, p. 209) che nei titoli di credito (particolare categoria di documenti), il principio della letteralità del diritto cartolare, non debba essere inteso in senso formalistico, ovvero come immediata rilevabilità del contenuto dalla mera lettura del documento, dovendosi invece intendere anche come *letteralità indiretta*, ovvero come completezza del titolo anche con rinvio a fonti di cognizione extra-cartolari facilmente reperibili o accessibili al portatore (v. F. MARTORANO, *Titoli di credito*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Giuffrè, 2002, 74). In una prospettiva tributaria, la Direzione Generale Tributi spagnola (risoluzione vincolante del SG delle imposte sui consumi del cons. V0486-22 del 3 ott. 2022) in via incidentale sostiene che: «*sembrano esserci due asset digitali con una propria entità, ovvero, da un lato, il file digitale sottostante e, dall'altro, il "token non fungibile" o NFT che rappresenterebbe la proprietà digitale di il file digitale sottostante*». Il problema degli NFT, peraltro, è sempre stato la reperibilità certa del contenuto, ovvero la sicurezza di avere la disponibilità futura del file che ha generato il digest. Reperibilità che dovrebbe essere tanto resiliente quanto lo è la DLT stessa. Il problema è al momento stato risolto per lo più collocando il file (contenuto) in data base che hanno la medesima logica e architettura distribuita delle DLT. Il più noto di questi è il protocollo *InterPlanetary File System* (IPFS).

³⁵ I documenti possono essere classificati secondo diversi criteri. In diritto, la tassonomia dovrebbe tuttavia assumere come elemento differenziante il contenuto, distinguendo quindi tra contenuto dichiarativo (esposizione di una volontà o di un giudizio) e narrativo (esposizione di un fatto), v. F. CARNELUTTI, voce *Documento (teoria moderna)*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Torino, 1957, p. 86. Non è questa la sede per esplorare una diversa e più ampia classificazione dei documenti *ad lex utilis* poiché quel che qui interessa è solo la circostanza che anche i documenti in formato elettronico, indipendentemente dalla loro tipologia e classificazione, possono avere carattere durevole e rivale.

stica del loro autore, non si parla di documento, ma tutt'al più di *opera d'arte*³⁶, ovvero di *corpus mechanicum* dell'opera dell'ingegno in essa impressa che con essa forma un tutt'uno. Sotto diversa prospettiva, ogni qualvolta su un supporto un soggetto traccia dei segni per disporre di un diritto, testimoniare un fatto o esporre una opinione, siamo all'interno della nozione di documento. Ogni qualvolta, invece, egli traccia i segni per intrattenere l'osservatore o indurre in lui una catarsi o suscitare stupore e meraviglia, siamo nell'ambito delle opere d'arte. Nulla, ovviamente, impedisce che un medesimo supporto sia tanto inteso come documento quanto come opera d'arte.

Siamo a questo punto in grado di qualificare i token a seconda del loro contenuto.

10. (Segue) Token a contenuto dichiarativo e a contenuto reale

Il mondo dei cc.dd. cryptoasset si popola continuamente di nuovi protagonisti: criptovalute, investment token, security token, utility token e, più recentemente, NFT. Tanti termini per descrivere sostanzialmente lo stesso fenomeno: la costituzione e circolazione di documenti digitali durevoli e rivali

³⁶ Nel linguaggio comune per *opera d'arte* s'intende sia una generica opera dell'ingegno – bene immateriale di cui all'elenco esemplificativo in art. 1, L. 633/41 – sia il particolare supporto fisico – bene materiale (*corpus mechanicum*) – in cui un'opera dell'arte pittorica o plastica è stata originariamente impressa (un quadro, una scultura). In tale prospettiva, l'opera d'arte ha valore non tanto in quanto generica riproduzione dell'opera dell'ingegno, ma in quanto *reperto storico*, espressione originale e diretta dell'artista, oggetto sul quale egli ha posto le mani e su cui ha faticosamente agito. Oggetto, quindi, cui egli è stato direttamente e profondamente connesso. Parimenti, l'opera d'arte ha non tanto – o non solo – un valore artistico, in quanto apprezzabile anche su eventuali riproduzioni successive o apocrife, ma un valore storico. Altrettanto non può dirsi per esempio per un'opera musicale, teatrale o della letteratura. Infatti, un manoscritto o uno spartito originali sono al più reperti collezionabili, ma non sono generalmente considerati in sé *opere d'arte*, e ciò anche in ragione della facilità ed economicità di riproduzione del loro contenuto). L'ambiguità lessicale tra opera dell'ingegno e opera d'arte è fonte di non pochi fraintendimenti nel corretto inquadramento sistematico-giuridico degli NFT.

(token) di vario contenuto³⁷.

Si tratta naturalmente di categorie generali (e senz'altro dai confini non ben delineati), poiché tanti possono essere i tipi di token quanto diverso può essere il loro contenuto: informativo-contabile, testuale-promissorio, creativo-artistico. Soprattutto allorché il contenuto è un testo (o rinvia ad un testo, sia esso un generico *whitepaper* o uno specifico file ancorato crittograficamente), la categoria di appartenenza del token è determinata dal significato attribuibile a tale testo giuridicamente e dagli istituti conseguentemente applicabili.

Fermo restando quanto precede, possiamo in ogni caso dividere i token (o meglio i *cryptoasset*) in due macrocategorie: quelli caratterizzati da un *contenuto dichiarativo* (dispositivo, narrativo, performativo, peritale, testimoniale, ecc.), che generalmente appartengono alla categoria dei *Fungible Tokens* (FT), e quelli caratterizzati da un *contenuto reale*, ovvero i token che non contengono una proposizione, ma una

³⁷ I security token sono titoli di investimento, ovvero documenti il cui contenuto li connota come strumenti finanziari o, più in generale, come titoli di credito di natura patrimoniale a favore del portatore e negoziabili in denaro (es. titoli azionari, obbligazionari e derivati di questi). Alla base della loro emissione c'è il desiderio di investire in capitale di rischio e un correlato bisogno di finanziamento da parte dell'emittente. Gli utility token sono token il cui testo ha carattere promissorio, che contengono cioè la promessa del dichiarante di eseguire una particolare prestazione (non necessariamente esprimibile o negoziabile in denaro) a favore del portatore del token e che quindi consentono a quest'ultimo di pretendere tale prestazione dal dichiarante con la semplice presentazione del token, assimilabili per tali aspetti ai documenti di legittimazione di cui all'art. 2002 c.c. (proprio mentre va alle stampe questo contributo, l'Agenzia delle Entrate, con Risposta n. 5077/2022, ha qualificato alcuni utility token, emessi per acquistare in futuro servizi a prezzi scontati, come documenti di legittimazione - *voucher*, o comunque strumenti a metà strada tra quelli di investimento e pagamento - e sottraendoli quindi al regime IVA). A fianco di tali token, si possono immaginare altre categorie, come i token costituiti in forma di titoli rappresentativi di merce, ovvero che incorporano un diritto di possesso su una determinata merce e che circolano come surrogato della loro materiale consegna (art. 1996 c.c.), emessi quindi in esecuzione di un contratto avente ad oggetto le merci descritte nel token stesso (rapporto di deposito o di trasporto), ovvero di operazioni di prestito garantito da queste ultime. La Consob in *Le offerte iniziali cit.*, p. 1-2, in recepimento delle osservazioni della consultazione pubblica avviata a marzo 2019, già criticava la tradizionale distinzione delle *cripto-attività* in *security token* e *utility token*, e cioè la piatta assunzione che i primi siano *strumenti finanziari* e che i secondi non lo siano, giacché il criterio ermeneutico rinvierebbe ad un giudizio comparativo con il catalogo di cui alla normativa euorunitaria MiFID (ovvero alla Sezione C dell'Allegato I del TUF) e non affronterebbe la questione da una prospettiva ontologica. Peraltro, come sottolineato dalla stessa Consob, il rinvio alla nozione di strumento finanziario è rifiutata anche da ECB, *Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures*, in *Occasional Paper Series No 223/May 2019*: «any asset recorded in digital form that is not and does not represent either a financial claim on, or a financial liability of, any natural or legal person, and which does not embody a proprietary right against an entity» (p. 7) nonché «...the distinctive feature of crypto-assets, as defined in this paper, from which they derive their specific risk profile, is the lack of an underlying claim/liability» (pp. 7-8). E ancora: «A crypto-asset [...] is not a financial instrument, as listed in Section C of Annex 1 of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), as that would typically represent a financial liability or equity on the side of some issuer».

res (digitale) e che generalmente appartengono alla categoria dei *Non-Fungible Tokens* (NFT)³⁸. I primi sono sostanzialmente dei documenti, ovvero supporti informatici che contengono una dichiarazione attribuibile ad un soggetto in ordine ad una sua obbligazione a favore del portatore del token (*utility* e *security* token). I secondi, invece, non sono documenti, in quanto non hanno contenuto dichiarativo, ma sono meri *supporti digitali* il cui contenuto è un'opera dell'ingegno. Sono, insomma, assimilabili alle opere d'arte o ai cc.dd. *collezionabili*.

È possibile naturalmente che un token abbia sia contenuto dichiarativo che reale. E anzi, è raccomandabile che gli NFT abbiano sempre tale doppia composizione, soprattutto allorché questi siano scambiati per valori rilevanti ed è quindi opportuno che sia chiaro, *in primis* al compratore, cosa sta acquistando, o meglio quali diritti riceve sulla *res tokenizzata* e quali diritti rimangono in capo al venditore³⁹.

Va infatti tenuto presente che non sempre un token è emesso per facilitare la circolazione di un diritto o la mobilitazione di un credito, ma per facilitare l'esercizio di una pretesa, agendo quindi come garanzia impropria, così come accade, per esempio, per i documenti di legittimazione o per le cambiali alla scadenza. Una ponderata verifica e regolamentazione pattizia del token (e, in particolare, di un NFT), diventa quindi momento essenziale per assicurare il corretto soddisfacimento degli interessi contrapposti tra emittente (o debitore) e prenditore tenendo in debita considerazione gli effetti dello scambio in termini di tutela dell'acquirente di buona fede e di protezione del portatore attuale di fronte alle eccezioni invocabili dall'emittente o dagli altri portatori del titolo⁴⁰.

38 L'avverbio "generalmente" va sottolineato. Vedremo nel prosieguo, infatti, che i token a contenuto informativo-contabile (che potremmo definire "valutario") sono per lo più annoverabili tra quelli a contenuto reale ma, al tempo stesso, sono senz'altro token fungibili (v. paragrafi 14 e ss.).

39 Il collegamento tra contenuto dichiarativo e reale si coglie anche nella pratica commerciale comune. Con riguardo alla compravendita di programmi per elaboratore si assiste comunemente alla coesistenza di aspetti reali e obbligatori nelle cc.dd. *shrink-wrap license*, ovvero nei contratti con cui si procede alla vendita del supporto di memorizzazione e al contemporaneo rilascio di licenza sul software il cui testo è un tutt'uno con il supporto o con la sua confezione. Tale metodologia negoziale (conclusione del contratto di licenza per effetto dell'acquisto del supporto o apertura della confezione) non è tuttavia estendibile ai casi in cui l'acquisto del supporto ha causa autonoma rispetto a quella del software (cfr. Cass. n. 19161/2014).

40 La natura multiforme dei titoli (di credito) si coglie dalla dibattuta questione circa la più conveniente collocazione della sua disciplina potendo essere alternativamente inquadrata nella teoria delle cose, delle obbligazioni o delle prove, a seconda che si voglia sottolineare la rilevanza del rapporto reale con il documento, del rapporto obbligatorio tra debitore e creditore, o infine la facilitazione di esercizio del diritto in forza della connessione tra legittimazione attiva e possesso qualificato del titolo (G. FERRI, *I titoli di credito*, Torino, UTET 1958, p.4).

Indefinitiva, la distinzione tra token a contenuto dichiarativo e reale rileva nella prospettiva di distinguere i token (siano FT o NFT) in relazione agli effetti giuridici che il loro scambio produce. Infatti, la natura dei token, quali documenti unici e immutabili (ancorché informatici), idonei cioè ad essere scambiati in modo rivale e quindi capaci di atteggiarsi quali beni che incorporano diritti, impone all'interprete di assumere una qualificazione del fenomeno in ordine a tale specifica caratteristica.

11. Token e titoli in senso stretto

Come visto nei capitoli precedenti, un token è un *documento informatico* redatto in un particolare formato che lo rende durevole e rivale, cioè non suscettibile di essere cancellato, modificato o duplicato opportunisticamente.

Nel nostro ordinamento sono già noti documenti che hanno le medesime caratteristiche dei token: si tratta di quelli che comunemente chiamiamo *titoli* (in senso stretto)⁴¹. Documenti che grazie al fatto di non essere duplicabili o falsificabili – per loro natura, tecnologia e regolamento⁴² – consentono e facili-

41 Nel linguaggio giuridico, la nozione di "titolo" assume almeno tre diversi significati, complice il fatto che non esiste una definizione legale del termine, benché sia richiamato in numerosissime disposizioni. Titolo come sinonimo di diritto o posizione giuridica soggettiva (es.: «non avere titolo su un'eredità»; «avere titolo per chiedere un pagamento»); titolo come fonte del diritto (es.: «la procura è titolo idoneo per agire in nome altrui»; «la rappresentanza legale trova titolo nella legge»); titolo come documento (es.: «la sentenza è titolo esecutivo»; «un biglietto aereo è titolo di viaggio»). È in questo ultimo senso (documento) che un token è assimilabile alla nozione di titolo. Proseguendo nella classificazione (v. M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Giuffrè, 1971, pp. 51 e ss.), i titoli in senso stretto sono a loro volta classificati in: (i) i *titoli di investimento*, aventi alla base il desiderio dell'emittente di raccogliere capitale e, al tempo stesso, garantire all'investitore un rapido smobilizzo della somma investita; (ii) i *titoli rappresentativi di merce*, aventi alla base la necessità di far circolare il possesso o la proprietà della merce rappresentata senza la materiale consegna della stessa (1996 c.c.); (iii) *titoli aventi funzione monetaria*, alla cui base è l'esigenza di surrogare alla mancanza di moneta avente corso legale. In quest'ultima categoria rientrano non solo i titoli bancari, ma anche i titoli di credito (F. MARTORANO, *Trattato di diritto civile e commerciale cit.*, p. 9). In tutti i casi, si tratta di documenti aventi la caratteristica di immodificabilità e irriproducibilità, salvo ricorrano determinate condizioni eccezionali normativamente disciplinate.

42 Quanto alla natura, si pensi agli *split tally stick*, ancora noti fino al XIX sec. e menzionati nel Codice napoleonico, consistenti in una metà di una tavoletta di legno contenente annotazioni di natura contabile o giuridica e le cui venature ne dimostravano l'autenticità per accostamento con l'altra metà. Quanto alla tecnologia, si pensi alle moderne banconote e alle speciali tecniche di stampa impiegate (filigrana, filo di sicurezza, immagini olografiche, ecc.). Infine, quanto al regolamento, si pensi ai vecchi biglietti dei mezzi pubblici, facilmente duplicabili e tuttavia la loro abusiva riproduzione senz'altro riconducibile alle disposizioni del Capo III del c.p. (Della falsità in atti).

tano la circolazione di diritti, l'adempimento di obbligazioni o l'esecuzione di procedure⁴³.

Tali documenti sono riconducibili a diverse disposizioni di legge a seconda della funzione che assolvono e, quindi, assumono diverse connotazioni a seconda del loro contenuto, del soggetto da cui esso proviene e dell'effetto che l'ordinamento gli riconosce.

Assegni, cambiali, azioni societarie, titoli di viaggio, polizze di carico, lettere di vettura, sentenze con formule esecutive, gettoni del casinò, ecc., sono tutti documenti (supporti materiali) che, in forza del loro contenuto (espresso o convenzionale) assolvono una specifica funzione consistente nella attestazione di un fatto, qualità o status (es.: certificato di proprietà, diploma di laurea e documento di identità), nella circolazione di un credito o di altra posizione giuridica soggettiva (es.: la cambiale, l'assegno e i gettoni del casinò), nella identificazione della controparte contrattuale, ovvero del soggetto avente diritto ad una determinata prestazione (es.: titoli di viaggio, biglietti del cinema) o, infine, nella definizione dell'azione e identificazione del soggetto contro cui eseguire un provvedimento giudiziale (es.: sentenza con formula esecutiva).

Si tratta in tutti i casi di documenti – titoli – a contenuto dichiarativo (dispositivo o performativo), provenienti cioè da un determinato soggetto che esprime una volontà in ordine ad un proprio obbligo o un comando e che, in forza della loro induplicabilità e immodificabilità, consentono – per volontà del traente, per legge o per consuetudine – un particolare legame tra documento e diritto in esso indicato che

43 In nessuna norma è chiarito il significato della locuzione «titolo di credito», tantomeno di «titolo» in quanto tale. Come ricorda M. MILLI, *Titoli di credito. Disposizioni generali. Artt. 1992-2002*, in *Il codice civile. Commentario*, Giuffrè 2012, Cesare Vivante nel suo progetto di rifacimento del Codice di commercio (1922), e in particolare nelle ulteriori riflessioni pubblicate in *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1923, definiva all'art. 309 il titolo (di credito) come «il documento necessario per esercitare il diritto letterale che vi è menzionato». Così come nel progetto di Codice di commercio Civile (Commissione Reale del 1925), all'art. 521 il titolo era definito «documento necessario per far valere il diritto che si trova in esso letteralmente menzionato». Fanno eco a tali definizioni: I. LA LUMIA, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1950, p. 209 «documento necessario per l'esercizio e per il trasferimento del diritto letterale ed autonomo in esso enunciato»; A. ASQUINI, *Titoli di credito. Cambiale e titoli bancari di pagamento*, CEDAM, 1966, p. 49 «documento di un diritto letterale destinato alla circolazione, idoneo a conferire in modo autonomo la titolarità di tale diritto al proprietario del documento nonché necessario e sufficiente per legittimare il possessore dall'esercizio del diritto stesso»; T. ASCARELLI, *Concetto e categorie dei titoli di credito*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1932. 1, pp. 641 e ss. «documento costitutivo il cui proprietario è titolare autonomo del diritto letterale che è menzionato».

chiamiamo "vincolo cartolare" o "incorporazione"⁴⁴ sottraendo così i diritti "cartolarizzati" o "incorporati" (i crediti in particolare) alla regola degli acquisti a titolo derivativo mediante negozio di cessione: spostando quindi la *sedes materiae* dagli artt. 1260 e ss. c.c. agli artt. 1992 e ss..

Un token è quindi un documento informatico che, in forza della sua caratteristica di essere durevole e rivale, è idoneo, proprio come i suoi omologhi materiali, ad assumere la funzione di "titolo", ovvero di documento che consente l'incorporazione e la circolazione di posizioni giuridiche soggettive⁴⁵. E tuttavia un token va oltre quelli in quanto è dotato di alcune caratteristiche fondamentali che lo diffe-

44 La materialità del documento nei titoli di credito è sempre stata un elemento imprescindibile per l'incorporazione del diritto, ma non in quanto tale, ma in forza del fatto che le "cose materiali" sono naturalmente rivali e quindi idonee a mantenere una corrispondenza univoca tra diritto e documento. Non a caso l'art. 1157 c.c., intitolato «*Del possesso dei titoli di credito*» è collocato nel Libro III (*Della proprietà*), e precisamente nella Sezione II (del Titolo VIII, Capo II) intitolata *Del possesso di buona fede dei beni mobili*. Anche per il legislatore, quindi, un titolo di credito è innanzi tutto un bene mobile che tuttavia, assolvendo una particolare funzione strumentale alla circolazione di un rapporto obbligatorio, disciplina in modo particolare. È peraltro significativo come si declina la "materialità" del titolo allorché questo si dematerializza, giacché, ai sensi del comma 1, dell'art. 15, D.P.R. 30 dicembre 2003 n. 398 (*Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico*), le annotazioni di eventuali vincoli (art. 2024 c.c.) non possono più avvenire sul documento: «*I vincoli di ogni genere, sugli strumenti finanziari disciplinati dal presente Titolo, si costituiscono unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall'intermediario*». Come spiega CONSOB (Comunicazione n. DME/3046592 del 14-7-2003, in risposta a quesito formulato dall'ABI): «*È la iscrizione in conto, ai sensi dell'art. 34 del d.lgs. 213/98 [ndr.: ora art. 15, D.P.R. 398/2003], a produrre l'effetto reale sul titolo (in sostituzione del vincolo cartolare, non più possibile stante la ontologica assenza di una chartula), che si sostanzia nella creazione di uno ius in re aliena opponibile erga omnes*».

45 Oltre all'incorporazione, gli altri caratteri della *letteralità* e dell'*autonomia* nella dottrina classica (per tutti, F. MESSINEO, *I titoli di credito*, Vol. 1, CEDAM, 1964, p. 9; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1994, p. 30), a ben vedere non attengono al mezzo in sé, cioè al documento, ma alle norme che ne disciplinano la sorte dei diritti in esso espressi. In altri termini, l'incorporazione attiene al carattere durevole e rivale del documento che consente il trasferimento di un diritto reale e che trova la sua massima espressione (forza) nelle cc.dd. *carte-valori*, ovvero quei documenti (banconote, francobolli e marche da bollo) che offrono un'utilità economica diretta (e non strumentale, come i titoli di credito) al prenditore con una identificazione assoluta tra diritto reale sul documento e obbligazione letterale sicché, per esempio, alla perdita della carta-valore consegue inevitabilmente la perdita del credito, senza che sia prevista alcuna forma di reintegrazione nel diritto. La *letteralità* e l'*autonomia* attengono invece all'obbligazione e quindi ai connotati del mutamento soggettivo del rapporto obbligatorio che interviene con il passaggio di proprietà del documento.

renziano dai già noti *titoli dematerializzati*⁴⁶.

Sono questi, gli strumenti finanziari e gli altri *effetti* di varia natura e provenienza che sono digitalizzati, ma solo a condizione che si ricorra ad un terzo fiduciario che interviene nella loro contabilità, custodia e negoziazione⁴⁷. È questo il prezzo da pagare per la dematerializzazione dei tradizionali titoli cartacei. Ed è questo, oggi, il limite rimosso dalla tecnologia blockchain che consente la completa equiparazione del titolo digitale a quello materiale anche – come accennato al precedente paragrafo 4 – in termini di possesso e disponibilità diretta e immediata del portatore.

Non solo, l'elevata liquidità e la natura programmabile di un token, ovvero la sua capacità di eseguire o far eseguire determinati protocolli informatici (smart contract), eleva l'applicazione di tali strumenti

46 Non si pensi solo agli strumenti finanziari pubblici e privati che hanno assunto la forma di scritture contabili presso banche o altri intermediari autorizzati da Consob d'intesa con Banca d'Italia alla gestione accentrata (che assumono cioè la funzione di depositari, es.: Monte Titoli S.p.a.), ma anche ai biglietti dei mezzi pubblici (titoli di viaggio) che sono oggi per lo più rappresentati solo da un QR-Code ricevuto via email o accessibile da un'app su smartphone e la loro vidimazione è eseguita in modo altrettanto digitale dal controllore. Lo stesso denaro contante – particolare titolo di credito al portatore il cui debitore è lo Stato che ha il monopolio della valuta in cui il credito è espresso – è via via sostituito da forme elettroniche di contabilità. Dall'e-banking alla moneta elettronica (artt. 114-bis e ss. TUB), passando per il *mobile payment*, esso è sempre meno fisico e sempre più digitale (il Considerando n. 13 della Direttiva 2000/46/CE- EMD1, ora abrogata e sostituita dalla Direttiva 2009/110/CE, qualificava la moneta elettronica come «un «*surrogato elettronico di monete metalliche e banconote, memorizzato su un dispositivo elettronico, come una carta a microprocessore o una memoria di elaboratore, e generalmente destinato ad effettuare pagamenti elettronici di importo limitato*».).

47 L'obbligo di dematerializzazione è stato introdotto nell'ordinamento italiano con il D.Lgs. 213/1998. Più recentemente il D.Lgs. n. 27/2010 (Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate), ribadisce all'art. 83-bis, prevede che «*Gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al titolo V, libro IV, del codice civile*». È evidente che per il legislatore la nozione di titolo, in tale contesto, è unicamente intesa nel senso di "documento materiale". Il decreto è infatti del 2010, agli albori della tecnologia blockchain, e la possibilità che un titolo possa assumere la forma del documento informatico non è neanche presa in considerazione.

digitali ad ambiti ancora inesplorati e difficili da immaginare⁴⁸.

12. Token e chirografi di credito

Alla luce delle considerazioni svolte nel precedente paragrafo, vien da sé che non tutti i documenti a contenuto dichiarativo, sono titoli. Tali sono solo quelli che consentono di vantare una pretesa, di incidere nella sfera giuridica altrui, o di far affidamento su una presunzione semplice o assoluta; che incorporano, cioè, un diritto di credito, o che consentono l'individuazione del lato passivo di un rapporto obbligatorio, o che facilitano l'esercizio di un diritto. Insomma, sono titoli quei documenti a contenuto dichiarativo che, per legge, accordo o consuetudine, costituiscono il mezzo attraverso il quale individuare nel portatore il titolare di una qualche posizione giuridica soggettiva, più o meno intensa.

Per assolvere a dovere tale compito, vien da sé che un titolo, come accennato, deve avere la caratteristica di essere unico, ovvero di non essere duplicabile o modificabile, non solo per comando di legge, ma anche per un minimo di vicolo tecnologico, salvo il ricorrere di circostanze molto particolari e nel rispetto di determinate procedure (es.: girata ex artt. 2008 e ss. e l'ammortamento ex art. 2016 c.c.).

Un tale documento, non falsificabile e non duplicabile, a contenuto dichiarativo, è quindi titolo in quanto funzionale alla creazione di un intenso collegamento tra proprietà del documento e titolarità del diritto in esso descritto e che consente cioè la compenetrazione tra *aspetto obbligatorio* e *aspetto reale*. Ma non ogni contenuto dichiarativo rende un siffatto documento "titolo", ma solo quel contenuto che ha *carattere dispositivo*, e più in particolare, *carattere "cartolare"*, ovvero la dichiarazione impegnativa resa dal sottoscrittore di adempiere non tanto verso il primo prenditore, suo diretto interlocutore, ma nei

⁴⁸ Considerate le caratteristiche dei token, questi possono assumere rilievo per il diritto ed essere utilmente utilizzati dagli operatori in tutti i casi in cui è contemplato un effetto di qualche tipo ad un "titolo" quale strumento per l'incorporazione e circolazione di posizioni giuridiche soggettive. Non solo quindi i tradizionali security e utility token, ma anche tutta l'enorme varietà di titoli richiamati da disposizioni di legge e prassi dei mercati. Così, nessun limite di principio alla "tokenizzazione" di azioni, cambiali, fedeli di deposito, assegni bancari, titoli di stato, quote di fondi comuni d'investimento, al netto ovviamente delle disposizioni applicabili di legge e regolamenti che intervengono in tutti i casi di appello al pubblico risparmio o di circolazione e protesto di titoli (es.: il vincolo per cui la cessione del credito verso la P.A. *pro soluto* o *pro solvendo* è efficace solo a condizione che l'ente debitore rilasci una certificazione ai sensi dell'art. 9, comma 3-bis, del D.L. 185/2008 e sempreché la cessione avvenga per atto pubblico o di scrittura privata autenticata: tuttavia; per una tokenizzazione di questi crediti, pur nel rispetto dei vincoli appena richiamati, v. F. SCAFURI, *La tokenizzazione degli asset come strumento per l'efficientamento delle operazioni di smobilizzo dei crediti deteriorati*, in *Riv. Trim. Dir. Economia*, 1/2021, suppl., p. 125; v. anche N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2020, fasc. 1, pp. 119 ss., il quale esclude, o quasi, che nel nostro ordinamento quote e azioni possano circolare in forma tokenizzata). Questi strumenti, vale la pena ricordarlo, potranno essere scambiati senza l'intervento di un intermediario.

confronti di tutti i successivi portatori del titolo. Una dichiarazione, insomma, in cui il soggetto obbligato si impegna ad accettare la cessione dell'obbligazione a suo carico come effetto del trasferimento della proprietà del documento⁴⁹.

Di contro, i documenti a contenuto dichiarativo che non sono titoli sono quei documenti che possono essere duplicati senza che per ciò si violi la legge o si contraddica lo scopo per cui essi furono creati e messi in circolazione.

Si tratta di documenti che pur avendo un contenuto dispositivo, esso non è altresì cartolare e per i quali, quindi, è necessario soltanto che alla dichiarazione possa essere attribuita una paternità certa e definita, con piena libertà di essere ripetuta *ad libitum*, riprodotta cioè in un numero indefinito di documenti con perfetta irrilevanza di ogni distinzione tra dichiarazione originale e copie successive.

Siamo nell'ambito dei cc.dd. *chirografi*, ovvero quei documenti attribuibili ad un soggetto per sottoscrizione e che hanno valore costitutivo di un diritto (modificativo o estintivo) o essere condizione necessaria per il suo esercizio, ma che non incorporano il diritto, non provvedono cioè in alcun modo alla sua circolazione. In questi non si manifesta alcun *collegamento* tra proprietà del documento (aspetto reale) e titolarità del diritto in esso descritto (aspetto obbligatorio) e non hanno quindi ragione d'essere costituiti in forma di titoli (nel senso di documenti non duplicabili e non modificabili), e quindi di token, essendo sufficiente, per assolvere la loro funzione dichiarativa tipica, assumere la forma di tradizionali documenti informatici sottoscritti con firma digitale⁵⁰.

Si considerino, per esempio, i contratti (anche quelli a forma scritta *ad substantiam* o *ad probationem*) o le sentenze (che hanno sempre forma scritta ex art. 132 c.p.c.). In entrambi i casi si possono conside-

49 Tale dichiarazione espressa anche con codici simbolici convenzionali come la clausola «all'ordine» o «al portatore» (P. SPADA, *Titoli atipici*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, Roma 1994, p. 31; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Giuffrè 1999, p. 42). L'opinione più accreditata ritiene l'art. 2004 c.c. consenta la creazione di titoli di credito atipici e, più in generale, la creazione di titoli atipici (F. MARTORANO, *Trattato cit.*, p. 26 e ss., a cui si rinvia per l'ampia trattazione i numerosi richiami dottrinali) ricorrendo un interesse meritevole di tutela che permette di derogare alla generale disciplina della cessione ex art. 1260 e ss. c.c., laddove ovviamente tale interesse non si scontri con divieti e obblighi tipici (es.: art. 2483 c.c. sull'emissione di titoli di debito delle società di capitali; art. 129 TUB sugli obblighi di segnalazione periodica riguardante l'offerta o emissione di strumenti finanziari – e relativo Provvedimento B.d'l. del 2 novembre 2020).

50 Innumerevoli progetti *blockchain based*, non considerano affatto la distinzione tra titoli e chirografi di credito (nonché ignorando altre potenzialità delle DLT qui non prese in considerazione), consistono sostanzialmente nella tokenizzazione di documenti a contenuto dichiarativo non cartolare o narrativo non conseguendo, pertanto, alcun valore aggiunto.

rare fonti del diritto (titoli in senso lato). Pur tuttavia, manca in queste fattispecie la compenetrazione tra diritto e documento propria dei titoli in senso stretto. Un contratto e una sentenza possono essere riprodotti moltissime volte senza mai perdere la loro funzione negoziale o giudiziale⁵¹. Non a caso, allorché una sentenza è portata in esecuzione, e viene quindi in rilievo il suo contenuto precettivo, essa non può più rimanere nell'alveo dei chirografi, ma deve essere riprodotta in documenti cartacei *unici* poiché provvisti di formula esecutiva. Solo allora la sentenza (il documento) assume le caratteristiche «*per valere come titolo*» (così l'art. 475 c.p.c.)⁵². Solo allora cioè, sorge la necessità del vincolo cartolare a servizio della tutela del debitore disposta dall'ordinamento.

Il difetto di collegamento tra diritto e *chartula*, si ravvisa nei chirografi, anche nell'ipotesi di forma necessaria, giacché nel caso di perdita o distruzione del documento è consentito ricorrere alla prova per testimoni o per presunzioni (artt. 2724 n. 3, 2725 e 2728 c.c.). Di converso, per i titoli di credito (e pertanto per gli NFT a contenuto dichiarativo, dispositivo e cartolare), il procedimento corretto sarebbe l'ammortamento ex artt. 2016 e ss. c.c. così come per la sentenza munita di formula esecutiva occorrerebbe ricorrere al ricorso al Presidente del Tribunale nella cui circoscrizione è stato formato il titolo il quale che provvederà con decreto (art. 476 c.p.c.).

13. Token e beni immateriali

Finora abbiamo visto che i token a contenuto *dichiarativo* possono essere ricondotti alla nozione di titolo (qualora la dichiarazione abbia ad oggetto una disposizione cartolare) e quindi essere funzionali alla circolazione del diritto in essi incorporato (paragrafo 11). Di contro, abbiamo altresì rilevato che tutti gli altri documenti a contenuto dichiarativo, ma non dispositivo o non cartolare (ovvero quelli a contenuto dispositivo-chirografo e quelli a contenuto narrativo-testimoniale) non ha senso che assumano il formato di token giacché non hanno la funzione di "contingentare" un diritto, o altra posizione giuridica

⁵¹ Nei contratti, il collegamento tra documento e diritto, pur verificandosi al momento del sorgere del rapporto obbligatorio, non si perpetua nel momento della sua circolazione atteso che il trasferimento del credito (mutamento dal lato attivo dell'obbligazione dedotta in contratto) non deriva dal trasferimento della proprietà del documento, come accade per i diritti cartolari, ma solo da un eventuale e separato negozio di cessione del contratto o del credito. Quanto alle sentenze, poi, la sorte dei diritti e doveri delle parti non è ovviamente soggetta circolazione, ma solo a impugnazione o revisione del provvedimento.

⁵² Solo allorché debba essere avviata un'azione esecutiva in forza di decisione giudiziale sorge l'esigenza di unicità del documento che la contiene (titolo) affinché il debitore non si veda destinatario di molteplici esecuzioni aventi tutte fonte nella medesima pronuncia a suo carico. È qui che una forma digitalizzata di sentenza munita di formula esecutiva potrebbe essere realizzata in forma di token.

soggettiva, ma solo quella di dichiarare la sua esistenza. In questi casi, l'unicità (scarsità) in ambiente digitale abilitata dalla tecnologia blockchain, e quindi la riproduzione della dichiarazione in un token, non ha alcuna utilità pratica, né alcun effetto giuridico.

E allora, *quid iuris* allorché un token abbia contenuto reale (paragrafo 10), non contenga cioè una dichiarazione di un soggetto, ma un'opera dell'ingegno o la rappresentazione di altro bene immateriale?

Va innanzi tutto sottolineato che un token a contenuto reale non può mai avere ad oggetto un *bene materiale*. Non tanto perché, naturalmente, non possono essere caricati beni fisici su una rete telematica⁵³, quanto per il fatto che un qualsiasi contenuto che in un token faccia riferimento ad un bene materiale sarebbe una dichiarazione (dispositiva o narrativa), ricadente quindi nella nozione di titolo o di generico documento chirografo⁵⁴.

Un token, invece, privo di contenuto dichiarativo, ma che contenesse un'immagine, un brano musicale, un oggetto 3D, ecc. (ovvero i relativi file nel formato jpeg, wav o cad) deve qualificarsi come bene ex articolo 810 c.c.. In tali token, infatti, non sono in alcun modo incorporati o trasferiti i diritti di proprietà intellettuale e industriale sul bene immateriale in essi riprodotti (il che implicherebbe una dichiarazione del titolare di quei diritti), ma è solo trasferita la proprietà del supporto. Rileva, cioè, la sola sorte del diritto reale del token senza che ad esso, a differenza di come accade nei titoli, sia connesso alcun effetto

53 Così, M.L. PERUGINI e P. DAL CHECCO, *Introduzione agli Smart Contract*, 8 dicembre 2015, disponibile su SSRN, per i quali gli *smart contract* non possono in ogni caso regolare le sorti di beni fisici giacché «L'oggetto delle clausole smart è informaticamente circoscritto ai beni mobili di natura digitale, stante l'impossibilità materiale di inserire nel protocollo informatico beni di natura differente». Invero, gli *smart contract* (in qualunque modo li si voglia intendere, come programmi per elaboratori o come contratti), possono ben agire su beni fisici o riferirsi ad essi per costituire, regolare o estinguere diritti personali o reali.

54 Spesso si parla in modo improprio di *digital twining* per intendere un supposto collegamento diretto tra un bene materiale e il token che costituisce la sua rappresentazione digitale in blockchain, quasi che esistesse tra i due enti una sorta di *entanglement* per cui le sorti del primo si rifletterebero sul secondo che quindi manterrebbe un costante isomorfismo con il gemello fisico. Invero, semmai, il flusso è contrario: la circolazione del token (o altre annotazioni su di esso) hanno effetti giuridici sul bene materiale che esso rappresenta (es.: mutamento del lato attivo del rapporto obbligatorio, costituzione di diritto di garanzia), esattamente come accade per i certificati di deposito o per le polizze di carico. Per creare un flusso che dal bene fisico vada al token, occorre invece impostare una *governance* dei dati in DLT che sfrutti le proprietà distribuite del network in modo da far eseguire al protocollo controlli di coincidenza e coerenza che aggiornino le informazioni dei token in tempo reale (sulla corretta ed efficace implementazione di soluzioni DLT in filiere produttive, mi permetto di rinviare a P. GIOLITO, F. LECCA, F. RAMPONE, M. ROMANO, *Blockchain e filiera agroalimentare: dallo story telling al fact checking*, edito da Associazione Blockchain Italia, 2022, in prossima pubblicazione su www.associazioneblockchain.it).

obbligatorio o, più in generale, dispositivo di diritti⁵⁵.

In conclusione, il trasferimento di un token a contenuto reale (transazione) non ha alcun effetto se non il trasferimento del token stesso (e del file ad esso eventualmente ancorato), giammai il trasferimento di qualche diritto sul bene immateriale riprodotto o rappresentato. Né più né meno di chi acquista un CD musicale che, per ciò solo, non diventa titolare dei diritti d'autore dei brani in esso registrati⁵⁶.

Chiamiamo comunemente NFT i token a contenuto reale che contengono opere dell'ingegno o altri beni immateriali.

14. Fungibilità: NFT e criptovalute

Nei paragrafi precedenti è stata analizzata la natura giuridica di un token quando questo funge da supporto digitale (durevole e rivale) per dichiarazioni (documenti, titoli) o per la riproduzione di opere dell'ingegno o altri beni immateriali (beni digitali scarsi)⁵⁷.

Ebbene, ancora una volta dobbiamo chiederci *quid iuris* allorché un token non solo non abbia contenuto dichiarativo, ma non contenga nemmeno un'opera dell'ingegno o altro bene immateriale?

Siamo in tal caso nell'ambito dei collezionabili puri, cioè di oggetti digitali che non hanno alcuna funzio-

55 *Contra*, A. SPEDICATO, *NFT e Arte digitale cit.*, la quale attribuisce agli NFT la qualifica di «certificato» e di «esemplare autentificato» dell'opera. Invero, gli NFT sono negoziati in quanto tali, senza cioè alcuna dichiarazione di un certificatore (di originalità?) o di un autenticatore (di paternità?) dell'opera.

56 Il primo NFT della storia, dal titolo "Quantum", è stato realizzato il 3 maggio 2014 dall'artista "digitale" Kevin McCoy (oggi quotato oltre sette milioni di dollari). Ebbene, l'opera in sé, l'opera dell'ingegno, bene immateriale, esiste indipendentemente dall'NFT che la incorpora, e chi acquista l'NFT acquista solo una sua particolare riproduzione che è unica o originale, nel senso di cronologicamente distinguibile dalle altre (che l'autore potrebbe in ipotesi produrre) in quanto storicizzata. Di diverso avviso è A. TOMASSINI, *Criptovalute, NFT e metaverso. Fiscalità diretta, indiretta e successoria*, secondo il quale un NFT è un *bene immateriale*. Invero, da una prospettiva fiscale, il bene immateriale è l'opera dell'ingegno, al pari di marchi di impresa e brevetti per invenzioni. L'NFT è invece un *bene digitale*, ovvero una classe di beni che non si atteggiano alla stessa stregua dei beni immateriali, ma che sostituiscono gli atomi ai bit, ma da un punto di vista sostanziale sono considerati dal nostro ordinamento come comuni beni ex art. 810 c.c.

57 Riprendendo quanto illustrato nel paragrafo 6, occorre enfatizzare che la nozione di *supporto digitale* non va confusa con quella di *supporto informatico*. Per supporto digitale si intende l'omologo immateriale (digitale) di un comune supporto fisico. Quest'ultimo, quando destinato a contenere documenti informatici, è nominato *supporto (materiale) informatico* che, a sua volta, allo stato attuale della tecnica, è distinguibile in supporto ottico o magnetico. Un supporto digitale, invece, è sempre un *supporto (immateriale) informatico*, senza bisogno di alcuna ulteriore distinzione tra ottico o magnetico.

ne, né alcun contenuto dotato di autonoma dignità o rilevanza, ma che hanno, ciò nonostante, valore solo perché scarsi.

I bitcoin, e molte altre criptovalute, sono un chiaro esempio di tale tipo di token. Essi, contengono sì una annotazione di tipo contabile, ma a differenza delle valute con corso legale o agli utility e security token, non hanno alcun contenuto dichiarativo (né hanno contenuto reale)⁵⁸. Il loro valore, cioè, non dipende dal rispetto di una promessa, né essi incorporano un diritto di credito o hanno una qualche funzione legale di soluzione di obbligazioni di pagamento, né riproducono una qualche opera dell'ingegno⁵⁹. Il loro valore è unicamente dettato dalla scarsità e resilienza, ovvero dall'incontro tra domanda e offerta di un oggetto intrinsecamente scarso⁶⁰.

In quanto prive di contenuto dichiarativo, le criptovalute, proprio come gli NFT di cui al paragrafo precedente, hanno rilievo unicamente come beni digitali in sé ex art. 810 c.c.. Ma a differenza degli NFT

58 È proprio il contenuto dichiarativo delle valute aventi corso legale che differenzia queste dalle criptovalute le quali tale contenuto non hanno. Il denaro è infatti emesso sulla base di un patto sociale che, in termini giuridici è un titolo al portatore di un obbligo di pagamento il cui debitore è la comunità che adotta la valuta con cui è espresso il credito, peraltro garantito con beni demaniali. L'emissione del denaro (conio, reale o scritturale), è quindi limitata in considerazione dell'indebitamento dell'emittente. L'emissione di criptovalute (*minting*), invece, è limitata solo in funzione di una scarsità artificiale appositamente ricercata dall'emittente al solo fine di elevarne il valore per singola unità. Nessun rapporto obbligatorio e nessuna funzione legale di pagamento sono sottesi alle criptovalute e la loro domanda ha per lo più fini speculativi.

59 Accertare la natura giuridica delle criptovalute è necessario per una loro chiara collocazione sistematica e quindi per individuare quali regole debbano applicarsi a queste ultime e quali obblighi debbano rispettare gli operatori per la tutela del mercato e del risparmio (*exchanger* e *wallet provider* innanzi tutto). Tra le istituzioni che si sono pronunciate cercando una qualificazione, vedi ECB, *Virtual currency schemes*, ottobre 2012, in cui l'autorità bancaria dà una prima definizione di criptovaluta ammettendo la sua natura di denaro; ECB, *Virtual currency schemes – a further analysis*, febbraio 2015, in cui l'autorità cambia la prima definizione di criptovaluta del 2012 e nega la sua natura di denaro. Si vedano poi le numerose avvertenze: EBA, *Warning to consumers on virtual currencies*, 12 dicembre 2013; Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015; Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 – valute virtuali*, 30 gennaio 2015; EBA, *Opinion on virtual currencies*, 4 luglio 2014, con cui viene fornita una prima definizione di valuta virtuale «*as a digital representation of value that is neither issued by a central bank or public authority, nor necessarily attached to a legal tender*» che verrà poi ripresa e riformulata all'art. 1 della c.d. V Direttiva antiriciclaggio (direttiva (UE) 2018/843 che modifica la direttiva (UE) 2015/849), poi confluita in modo pressoché identico all'art. 1, D.Lgs. 231/2007). Più recentemente, Banca d'Italia, *Avvertenza della Banca d'Italia per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 19 marzo 2018; CONSOB, *Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*, novembre (2018) e (7) ID., *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale*, 2 gennaio 2020.

60 Le criptovalute sono in genere create nel loro intero ammontare in un'unica emissione iniziale. Fanno eccezione alcuni protocolli (es. Bitcoin) dove, tuttavia, la creazione di nuove criptovalute è quasi asintotica, si riduce cioè via via fino ad azzerarsi secondo regole trasparenti e predicibili.

si distinguono per almeno due aspetti: da un lato, come accennato, le criptovalute non hanno e non rinviano ad un contenuto esterno che esiste al di là di esse. Esse cioè non fungono da supporto per la circolazione di una informazione o di un'opera che esiste a prescindere dal token stesso. Il loro contenuto è tutto nella DLT su cui circolano, e si tratta di una mera informazione contabile. Ed è informazione *consustanziale* al token stesso, nel senso che la forma e significato che l'informazione assume si genera e si modifica (aggiorna) proprio e solo con la creazione e transazione del token.

Dall'altro lato, le criptovalute, a differenza degli NFT, sono token fungibili per eccellenza. Sono cioè scambiabili l'uno con l'altro all'interno della stessa emissione nella totale indifferenza di effetti per il prenditore⁶¹.

Gli NFT, infatti, contengono beni discreti, e non quantità, e il momento di emissione è assai rilevante per distinguere quelli originali dai successivi. Il valore di collezionabili dipende proprio dalla loro storizzazione giammai dalla loro unicità poiché sono sempre riproducibili in modo del tutto indistinguibile dall'originale.

Le criptovalute, invece, sono token che contengono (*rectius*: rappresentano) quantità matematiche e, con queste, sono continuamente frazionati e accorpati ad ogni transazione. A differenza degli NFT, quindi, nei protocolli criptovalutari, non rileva l'originalità dei token poiché essi, nel momento in cui sono utilizzati in funzione solutoria (token di pagamento) non sono soggetti a trasferimento, come accade per esempio con le comuni banconote, ma costituiscono il mezzo per eseguire un'operazione contabile che ad ogni transazione genera un nuovo token direttamente nel possesso originario del creditore nonché un secondo token – di resto – se quello di pagamento è di importo maggiore del *debito soluto*; non esistono cioè “*banconote digitali*” originali che passano di mano in mano (di *wallet* in *wallet*), ma solo quantità di unità contabili che vengono di volta in volta annotate sui *ledger* e rese disponibili a

⁶¹ L'infungibilità, peraltro, non va confusa con l'unicità (come già visto in nota 62 a proposito della *rivalità*). L'infungibilità è infatti l'idoneità di un bene a soddisfare un bisogno specifico che non può essere soddisfatto ricorrendo ad altro bene, anche se della stessa specie. L'unicità, invece, attiene alla idoneità dell'oggetto ad essere distinguibile rispetto agli altri della stessa specie (beni indistinti sono sempre fungibili, ma non è vero il contrario). Per esempio, le comuni banconote sono tutte diverse l'una dall'altra, e quindi uniche, per via del numero di serie impresso accanto al valore facciale. E tuttavia, sono il bene fungibile per antonomasia poiché, anche per disposizione di legge, tutte ugualmente assolvono alla medesima funzione di pagamento ed estinzione di obbligazioni.

mezzo dei token *mintati* (generati) ad ogni nuova transazione⁶².

I token criptovalutari, quindi – a differenza degli NFT che fungono da supporti digitali per opere dell'ingegno consentendone la circolazione a *titolo derivativo* su rete telematica –, sono token il cui credito è acquistabile solo a titolo originario (in ciò assimilabili, quindi, ai titoli aventi funzione monetaria che hanno il carattere dell'astrattezza) che durano il tempo della loro spendita giacché, dopo questa, restano nei ledger solo come traccia storica del loro impiego in una transazione, ma non sono oltremodo utilizzabili⁶³.

15. Regolamento MiCa

Alla data di stampa del presente lavoro è in corso la procedura di codecisione in sede europea (n. 2020/0265/COD) della proposta di Regolamento su *Markets in Crypto-assets* (MiCa). Il testo, elaborato dal Consiglio UE su proposta della Commissione, sarà sottoposto al Parlamento Europeo per la prima discussione e votazione e quindi, con tutta probabilità, rappresenta il testo definitivo che sarà presto legge in tutta l'Unione.

La proposta definisce innanzi tutto le *cripto-attività* come «una rappresentazione digitale di valore o di diritti» (art. 3). Parrebbe quindi non considerare l'ipotesi le cripto-attività siano token a mero *contenuto reale*, nel senso accolto nel presente lavoro e cioè supporti digitali – in formato rivale, resiliente e stori-

62 La confusione in ordine alla natura e qualificazione giuridica delle valute, e quindi delle criptovalute, merita con urgenza un serio lavoro di indagine civilistica con applicazione degli istituti noti di bene, documento, titolo e diritto soggettivo. I contributi esistenti, invece, si appiattiscono sulla prospettiva economica che rinvia costantemente alle nozioni extragiuridiche di: mezzo di scambio, misura del valore e riserva di valore. Anche la recente proposta a firma della Sen. Elena Botto del 30 marzo 2022 (Disegno di Legge numero 2572) non aiuta a fare chiarezza. Nelle intenzioni della firmataria il testo dovrebbe meglio circoscrivere la definizione di «*valuta virtuale*» (di cui all'art. 1, comma 2, lett. qq) del D.Lgs. 231/2007) qualificandola come una «*forma di unità matematica*»; *unità matematica* a sua volta definita come «*l'unità minima matematica crittografica, statica o dinamica, suscettibile di rappresentare diritti, con circolazione autonoma*». È dubitabile che un tale intervento aiuti l'interprete, senza contare il rischio di rischierebbe di essere in contrasto con la direttiva [...].

63 Una differenza tra *fungible* e *non-fungible* token può essere ravvisata nella possibilità di essere indefinibilmente divisibili, i primi, e indivisibili, i secondi (B.L. FRYE, NFTs & the Death of Art, 19 aprile 2021, disponibile su SSRN, pp. 3-4: «*You are supposed to transact in fractions of a bitcoin, but you are only supposed to transact in entire NFTs*»). Ed è così che infatti viene generalmente intesa la differenza. Invero, la natura digitale degli NFT, permette la spendita anche in frazioni non fungibili (ed è così che anche Freye ammette subito dopo il passaggio citato). Si pensi ad una cambiale emessa da un soggetto con elevato *rating* di solvibilità (o assistita da una qualche garanzia): una volta tokenizzata potrebbe essere girata anche per importi minori del debito originale, senza per ciò perdere la sua infungibilità che rimarrebbe ancorata alle qualità personali del debitore.

cizzato – per opere dell'ingegno. È chiarito tuttavia (art. 4) che sono sottratti alla disciplina generale gli emittenti di NFT, ovvero gli emittenti di quelle particolari cripto-attività che «*sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività*».

Come visto, però, i concetti di *unicità* e *infungibilità*, possono dare origine a fraintendimenti (paragrafo 14): sono unici e infungibili tra loro gli NFT emessi con una *emissione contestuale* di un numero elevato di copie della medesima opera ex art. 145 LDA⁶⁴? La risposta è senz'altro no giacché, per legge, ogni copia è considerata "originale" al pari delle altre, purché rispetti i termini della citata disposizione. In tal caso, avremmo quindi degli NFT fungibili e non unici che, come tali, non sfuggono alle regole dell'art. 4, comma 1, MiCa e che pertanto devono essere accompagnati dalla pubblicazione e notificazione del *whitepaper* (e non solo).

Si potrebbe a tale riguardo sostenere che – come accennato – gli NFT non sono «*una rappresentazione digitale di valori o diritti*», che essi cioè non sono valute virtuali, *utility* o *security token*, ma che sono (rappresentano) *beni immateriali*, ovvero opere dell'ingegno dotate o meno di carattere creativo.

In tale prospettiva, gli NFT non solo sfuggirebbero all'applicazione dell'art. 4, ma del regolamento tutto. Si tratterebbe, invero, di una interpretazione "in salita" poiché costruita sulla qualificazione civilistica degli NFT come classe omogenea di token definiti non in base alla loro fungibilità e unicità (presunte), ma in base al loro contenuto (reale)⁶⁵.

16. Dagli NFT alla materia digitale nel metaverso

Il mondo virtuale sta assumendo un carattere di *realità* assai più intenso di quanto si possa immaginare. Il recente fiorire del c.d. metaverso è un chiaro segnale della direzione che stanno assumendo le interazioni in rete e il grado di simulazione digitale delle nostre esperienze tale da investire i concetti stessi

64 «1. [...] per opere si intendono gli originali delle opere delle arti figurative, comprese nell'art. 2, come i quadri, i "collages", i dipinti, i disegni, le incisioni, le stampe, le litografie, le sculture, gli arazzi, le ceramiche, le opere in vetro e le fotografie, nonché gli originali dei manoscritti, purché si tratti di creazioni eseguite dall'autore stesso o di esemplari considerati come opere d'arte e originali. 2. Le copie delle opere delle arti figurative prodotte in numero limitato dall'autore stesso o sotto la sua autorità, sono considerate come originali purché siano numerate, firmate o altrimenti debitamente autorizzate dall'autore».

65 Ricadrebbero invece nella definizione di «*cripto-attività*» quegli NFT accompagnati da un contenuto dichiarativo in ordine alle condizioni di licenza con cui il portatore può utilizzare l'opera, giacché in tal caso, con tutta probabilità sarebbero considerati «*rappresentazioni digitali di diritti*».

di spazio e tempo⁶⁶.

Non v'è dubbio, infatti, che la realtà-virtuale con l'avvento della tecnologia blockchain, ha guadagnato a tutti gli effetti un nuovo elemento costituente che ci indurrà a breve ad assimilare per via analogica gli elementi del mondo fisico, fatti di atomi, a quelli del mondo informatico, fatti di bit (si potrebbe dire: dagli a-tomi ai b-tomi).

Se comunemente un token è un *file format*, è cioè un supporto digitale sul quale far circolare, contenuti di vario genere (documenti e opere dell'ingegno), già oggi esso può essere ben altro.

Il token di un land di metaverso non è un documento che attesta la proprietà di un land, ma è esso stesso il land. In un certo senso, anche il token di un articolo di abbigliamento virtuale non è un certificato di proprietà di un particolare file 3D, ma è esso stesso quell'articolo.

La rivalità digitale introdotta dai token è quindi anche rivalità di oggetti virtuali che può facilmente tradursi in scarsità di questi. Così com'è per le critpovalute⁶⁷, allo stesso modo anche un metaverso può per protocollo essere realizzato con limitata espansione di superficie e limitata disponibilità di "cripto-materia", materia virtuale di uno o più tipi, utilizzabile per la realizzazione di oggetti virtuali.

Non è questa la sede per esplorare tali possibilità e gli effetti conseguenti, ma è senz'altro vero che potrebbe essere riduttivo, anche a breve termine, in una prospettiva giuridica, riconoscere che i token siano solo documenti a contenuto dichiarativo (idonei ad essere titoli) o opere d'arte digitali (NFT – supporti digitali per la riproduzione limitata di opere dell'ingegno). I token, invece, possono essere "atomi 2.0", atomi digitali, scarsi e più o meno rari come quelli reali, ma assai più manipolabili e fungibili.

Anche gli oggetti virtuali potranno avere, forse, un loro ciclo vita, utile anche a contenere lo sforzo computazionale degli ambienti virtuali o per la creazione di metaversi esclusivi.

⁶⁶ In questo senso andrebbe letto il noto adagio di Lessig "The Code Is Law" (1999) e cioè, se tutti noi obbediamo alla legge di gravità che ci "comanda" di precipitare attratti dalla gravità, nel metaverso possiamo riscrivere da noi le regole della realtà (virtuale) e governare l'ambiente secondo i nostri desideri e capricci. Con l'unica differenza che le leggi dell'Universo sono scritte da Dio al cui cospetto siamo tutti subalterni ma uguali, quelle del metaverso sono scritte dagli uomini, o meglio, da alcuni di essi.

⁶⁷ Il protocollo Bitcoin, per esempio, prevede una scarsità di bitcoin fino ad una emissione limite (*hard cap*) di 21 milioni.

17. Conclusione e definizione giuridica di token

Un token (e un NFT) è un set di informazioni discreto che si disputa lo spazio digitale nella sequenza di transazioni annotate sui ledger di una soluzione DLT. In termini generali si tratta di un *supporto informatico* (file format) rivale, durevole e storicizzato.

Più in particolare, in termini civilistici, laddove il token abbia un particolare contenuto dichiarativo, dispositivo e cartolare (ovvero contenga, per rinvio, la dichiarazione di una persona fisica o giuridica in ordine alla disposizione di un suo diritto o facoltà, con annessa obbligazione assunta *per relationem* nei confronti del possessore del token), questo assume i connotati del "titolo in senso stretto", ovvero di un *documento* (informatico) adatto alla incorporazione di diritti di credito o di altre posizioni giuridiche soggettive ricadendo quindi nella ampia e residuale nozione di titoli di legittimazione e di titoli impropri idonei alla individuazione per presunzione del soggetto attivo del rapporto obbligatorio, ovvero idonei, laddove la legge lo consenta, alla circolazione di diritti relativi, assoluti e potestativi di vario genere⁶⁸. In tali casi, la sua normativa di riferimento è rinvenibile per lo più negli artt. 1992 c.c. e ss., nonché nelle numerose e diverse fonti che regolano fattispecie specifiche di diritti cartolari⁶⁹.

E ancora, allorché il token non abbia contenuto dichiarativo, ma reale, esso assume rilievo come bene in sé ex art. 810 c.c., come versione digitale del *corpus mechanicum* su cui è fissata un'opera dell'ingegno per la sua riproduzione in unica o limitata edizione (a prescindere dalla eventuale protezione

68 I progetti che prevedono la creazione e assegnazione di token per fundraising destinato allo sviluppo di un progetto sono numerosissimi e, in genere, la loro disciplina rinvia al *whitepaper*, documento dal dubbio valore vincolante e spesso soggetto a modifiche unilaterali da parte del promotore poiché non ancorato al token, ma pubblicato su un comune sito internet. Alcune volte il token assegna un diritto di voto (partecipazioni societarie o quote di proprietà in comunione), altre volte individua il titolare di un diritto di acquisto di un prodotto o servizio a prezzo fisso (opzione), altre volte ancora vorrebbe rappresentare una quota di un bene immobiliare, ovvero la proprietà di un bene futuro o il diritto di ricevere un servizio futuro (appalto o acquisto di cosa futura). In tutti i casi si tratta di posizioni giuridiche non sempre esistenti o esercitabili per legge, ma che nelle intenzioni delle parti sono più o meno sempre trasferibili con la transazione del token.

69 Non solo, quindi, creazione di titoli atipici, senz'altro ammessi anche al di fuori dalle ipotesi previste dal legislatore ex art. 2004 c.c. (v. F. MARTORANO, *Trattato cit.*, p. 20), ma anche titoli rappresentativi di merce o altri beni e titoli aventi funzione monetaria. Peraltro, un siffatto titolo "tokenizzato" sarebbe maggiormente idoneo a tutelare sia le ragioni creditorie che debitorie rispetto agli omologhi materiali e dematerializzati. Se nei tradizionali titoli la preoccupazione del legislatore è, infatti, quella di apprestare adeguati rimedi a fronte della perdita della situazione domenicale (distruzione) o possessoria (smarrimento o sottrazione) del titolo, tali circostanze sarebbero superate attesa la sostanziale indistruttibilità di un token (resilienza) e la sua idoneità, anche in caso di smarrimento e sottrazione della chiave privata, ad essere "ricostituito" in modo agevole, univoco e con sostegno di un sistema di pubblicità efficaci.

accordata dalla L. 633/41 e dalla eventuale licenza associata all'NFT⁷⁰), ovvero come collezionabile puro (criptovaluta) dotato di valore solo perché unico o scarso.

Ciò detto, non è possibile ricondurre i token (e quindi gli NFT) ad un istituto predefinito poiché, essendo in ultima analisi un supporto o, al più, un documento, come esso debba essere trattato e regolato dipende da quali informazioni contiene (oggetto), a chi sono attribuite tali informazioni (paternità), a chi sono rivolte (destinatario), per quali fini sono espresse (causa) e che conseguenze producono nell'assetto economico e giuridico di riferimento (effetti).

Quale sia quindi la disciplina applicabile ad uno specifico token (o NFT), andrà stabilito di volta in volta a seconda del testo in esso contenuto e del contesto (informatico e giuridico) in cui è stato creato e circola.

⁷⁰ Anche la comunità *Creative Commons* ha emanato delle versioni di licenze pubbliche "free" adatte alla circolazione di NFT denominate *Can'tBe Evil Licenses*. Degno di nota in tali licenze è l'irrevocabilità del vincolo in capo al licenziante nonché l'aspetto cartolare, per cui i diritti sono attribuiti al legittimo possessore dell'NFT individuato per relazione anche nei successivi passaggi di proprietà dell'NFT.

Sommario: 1. Nozione e ragioni di una ordinata transizione energetica; 1.1. Segue: Le iniziative legislative a supporto della transizione energetica; 1.2. Segue: Il ruolo dell'Europa nel quadro delle politiche energetiche; 1.3. Segue: Il fondamentale ruolo delle PMI nel quadro della transizione energetica; 2. Sostenibilità e criteri ESG nel quadro della ragionevole preminenza (rispetto agli altri) del profilo di “governance”; 3. Cenni sulla dimensione economico-finanziaria della sostenibilità; 4. L'assoluta rilevanza del “Rating” quale strumento di misurazione degli adempimenti ESG; 4.1. Segue: Il ruolo delle Autorità Nazionali ed Europee; 5. La tematica, del tutto trasversale, della primazia del diritto dell'Unione sul diritto nazionale; 6. Conclusioni.

1. Nozione e ragioni di una ordinata transizione energetica

Con la locuzione “transizione energetica” – ormai, per più ragioni, al centro del dibattito economico e politico – s'intende, molto sinteticamente, il passaggio da una struttura produttiva basata sulle fonti energetiche non rinnovabili, derivanti, in particolar modo, da fonti combustibili fossili come gas naturale, petrolio e carbone, ad una struttura produttiva basata su fonti rinnovabili, vale a dire da fonti energetiche quali l'energia solare⁰¹, l'energia eolica⁰², l'energia idroelettrica⁰³, l'energia mareomotrice⁰⁴; fonti, queste ultime, non soggette ad esaurimento, poiché oggetto, ancorché utilizzate, di naturale reintegrazione in un arco temporale relativamente breve.

01 Si parla, comunemente, di energia solare con riguardo all'energia proveniente dal Sole, che, normalmente, viene carpita da pannelli fotovoltaici in silicio, i quali, attraverso il calore ottenuto dal recepimento dei raggi solari, producono energia elettrica. Le principali normative di riferimento di tale fonte energetica sono il d.lgs 30 maggio 2008, n. 115, il d.lgs. 3 marzo 2011, n. 28, il DM 19 maggio 2015 del MISE ed il d.l. 31 maggio 2021, n. 77.

02 Si parla, comunemente, di energia eolica con riguardo, invece, all'energia che si ottiene tramite l'azionamento di dinamo ad opera di generatori che vengono movimentati dall'energia meccanica di pale, a loro volta messe in movimento dall'energia del vento. Le principali normative di riferimento di tale fonte energetica sono la l. 6 Aprile 2016, n. 56 il d.l. 6 Maggio 2021, n. 59 ed il d.l. 27 Gennaio 2022, n. 4.

03 Si parla, comunemente, di energia idroelettrica con riguardo all'energia prodotta con meccanismi simili a quelli utilizzati per la produzione di energia eolica; l'energia meccanica è, però, generata dall'acqua che viene costretta a scorrere in angusti passaggi dalle dighe, producendo in tal modo un'imponente pressione idonea a mettere in funzione delle turbine. Le principali normative di riferimento di tale fonte energetica sono il d.lgs. 29 dicembre 2003, n. 387, il d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152 ed il d.l. 22 giugno 2012, n. 83.

04 Si parla, infine, di energia mareomotrice relativamente a quell'energia prodotta con meccanismi simili a quelli utilizzati per la produzione di energia eolica o idroelettrica; il generatore dinamo, per tali fonti, viene caricato da generatori a loro volta caricati dall'energia meccanica delle pale di turbine poste sul fondale marino ed azionate dalla forza delle maree. Le principali normative di riferimento di tale fonte energetica è il d.lgs 8 novembre 2021, n. 199.

La transizione energetica, sebbene riguardi in generale le nazioni dell'intero globo, è tuttavia tematica di particolare interesse da parte dei paesi sviluppati, e segnatamente, per intuibili ragioni legate ai propri assetti produttivi, delle più grandi economie del mondo: l'Italia è tra queste, attestandosi su scala mondiale, con i suoi 2.228,2 miliardi di euro di PIL, all'ottavo posto.

Le molteplici ragioni che spingono gli Stati verso le “energie rinnovabili” sono di ordine ambientale, economico e geopolitico.

Da un punto di vista ambientale l'inquinamento, attraverso l'uso delle energie non rinnovabili, si estrinseca, non solo con il ben noto (e dannoso) contributo all'effetto serra e ai conseguenti fenomeni, derivanti da tale uso, di climate change, ma anche attraverso casistiche di eventi particolarmente dannosi per l'ambiente, quali, ex multis, i casi di sversamento in ambienti naturali marittimi - accidentali o, in alcuni casi, anche volontari - di petrolio ed altre sostanze altamente inquinanti.

Ragioni economiche, poi, inducono a considerare l'ineluttabile futuro esaurimento delle fonti non rinnovabili, quali i giacimenti petroliferi, carboniferi e di gas naturale, oggetto di elevato e rapido consumo, tale da non poterne garantire il rapido ripristino, essendo la formazione di tali fonti il frutto di centinaia di milioni di anni di evoluzione del nostro pianeta.

Infine, bisogna considerare, quale fattore di rilievo dell'attuale contesto storico-politico, l'incerto scacchiere mondiale, aggravato, da ultimo, dalla perdurante guerra Russo-Ucraina, che, oltre a prospettare il rischio di un possibile ridisegno degli equilibri planetari, impone, in presenza dell'avvenuta impennata dei prezzi delle materie energetiche, un'accelerazione verso la transizione energetica, oltre che il ricorso a fornitori alternativi rispetto a quelli a cui fino ad ora si è fatto ricorso.

Non è in tale quadro, infatti, peregrino intravedere un uso politico di gas e petrolio da parte della Federazione Russa (e, sebbene in un diverso contesto, anche da parte di altri Paesi), al fine, da un lato, di dissuadere il mondo occidentale dal proseguire nell'adozione di misure sanzionatorie, dall'altra, di garantire un afflusso di risorse economiche necessarie, non solo a garantire la propria sopravvivenza,

ma anche per proseguire lo sforzo bellico⁰⁵.

In aggiunta alle complessità appena rappresentate, occorre evidenziare come l'abbandono della Federazione Russa, quale partner principale nell'importazione di materie prime connesse alle esigenze energetiche e la conseguente, necessaria ricerca, in sostituzione di quest'ultima, di altri fornitori, potrebbero non essere pienamente risolutive delle summenzionate problematiche geopolitiche. Non può sfuggire, difatti, come la maggioranza dei player commerciali nel settore dell'approvvigionamento di fonti energetiche fossili non siano, in larga parte, minimamente in linea con i valori che permeano gli ordinamenti europei, in termini, ex multis, di rispetto dei diritti umani, in particolar modo delle minoranze. Basti citare, esemplificativamente, quali sono i paesi che occupano le posizioni apicali della classifica, stilata dall'IEA (International Energy Agency), per il 2020, con maggiore peso, a livello di esportazione di gas naturale, su scala mondiale, per imbatterci in paesi nazioni quali l'Algeria (8° posto con 47 miliardi di metri cubi), il Turkmenistan (6° posto con 56 miliardi di metri cubi), il Qatar (2° posto con 127 miliardi di metri cubi) e la Russia che svetta con i suoi 230 miliardi di metri cubi di gas naturale esportato.

Il quadro di criticità appena rappresentato non diverge significativamente anche con riguardo alle esportazioni di petrolio. Ed infatti, in base ad un diverso rapporto dell'IEA del 2020, tra i maggiori esportatori di petrolio al mondo si annoverano il Kazakistan (8° posto con 70 milioni di tonnellate), il Kuwait (6° posto con 102 milioni di tonnellate), gli Emirati Arabi Uniti (5° posto con 148 milioni di tonnellate), l'Iraq (3° posto con 195 milioni di tonnellate), la Russia (2° posto con 269 milioni di tonnellate) e, altresì, l'Arabia

⁰⁵ Cfr., ex multis, il Rapporto del CREA (Centre for Research on Energy and Clean Air) "Financing Putin's war: Fossil fuel imports from Russia in the first 100 days of the invasion" del 12.6.2022, secondo cui gli introiti da parte della Federazione Russa, derivanti dall'esportazione di combustibili fossili tra il 24 febbraio ed il 24 agosto del 2022 ammonterebbero a circa 158 miliardi di euro, eguagliando così in sei mesi il fatturato annuo, relativo al 2021, della società russa Gazprom. E ciò grazie soprattutto alle fluttuazioni speculative del prezzo del gas verificatesi presso il Dutch Ttf di Amsterdam (per un'idea delle speculazioni che è stato possibile registrare basta allegare le quotazioni mensili medie degli ultimi 24 mesi di detti combustibili: TTF aprile 2021 20,50 €/MWh; TTF maggio 2021 25,21 €/MWh; TTF giugno 2021 29,12 €/MWh; TTF luglio 2021 36,23 €/MWh; TTF agosto 2021 44,12 €/MWh; TTF settembre 2021 63,45 €/MWh; TTF ottobre 2021 87,47 €/MWh; TTF novembre 2021 81,70 €/MWh; TTF dicembre 2021 110,12 €/MWh; TTF gennaio 2022 83,63 €/MWh; TTF febbraio 2022 83,07 €/MWh; TTF marzo 2022 125,42 €/MWh; TTF aprile 2022 92,80 €/MWh; TTF maggio 2022 89,34 €/MWh; TTF giugno 2022 103,92 €/MWh; TTF luglio 2022 171,68 €/MWh; TTF agosto 2022 222,33 €/MWh; TTF settembre 2022 188,69 €/MWh; TTF ottobre 2022 79,44 €/MWh; TTF novembre 2022 91,18 €/MWh; TTF dicembre 2022 118,55 €/MWh.; TTF gennaio 2023 63,55 €/MWh; TTF febbraio 2023 53,82 €/MWh; TTF marzo 2023 44,67 €/MWh; TTF aprile 2023 42,89 €/MWh. È possibile notare come già a partire dal mese di gennaio, mese di entrata in vigore del Reg. 2578/2022 (di cui infra), le quotazioni siano scese in maniera significativa, salvo poi diminuire ancor più rilevantemente, a partire dal mese di febbraio 2023, a seguito dell'attivazione del meccanismo di cui al medesimo Regolamento.

Saudita, che svetta con i suoi 352 milioni di tonnellate esportate.

Appare, dunque, evidente come le maggiori fette di mercato in materia di fonti energetiche combustibili siano detenute da nazioni che, all'interno della comunità internazionale, sono note per non essere integerrime sul fronte della tutela dei diritti umani, né tantomeno possono dirsi paesi con una radicata e stabile organizzazione statale democratica, trattandosi invero, in alcuni casi, di nazioni rette da regimi dittatoriali che sopprimono il dissenso con la violenza, in altri casi, di Stati connotati da una rilevante instabilità politica, in altri casi ancora, di Stati che militano in entrambe le casistiche summenzionate. Di qui l'elevato rischio di ritrovarsi, in conseguenza del totale affidamento delle proprie sorti energetiche a nazioni di tal guisa, in circostanze geopolitiche analoghe a quelle già affrontate nel presente periodo storico.

Nonostante tutto ciò, le fonti combustibili fossili, ancora oggi, continuano a costituire oltre l'80% della base energetica per i consumi globali, e questo in quanto l'alternativa, vale a dire la strada delle fonti rinnovabili, risulta ancora poco battuta, per differenti motivazioni, legate sia a retaggi culturali, che vedono nelle fonti non rinnovabili le uniche vere fonti di energia, sia agli aspetti connessi all'aleatorietà delle fonti di energia rinnovabile, inscindibilmente collegati alla disponibilità geografica della fonte (si pensi, solo con riguardo all'energia mareomotrice, ad un'area territoriale priva di sbocchi sul mare o bacini idrici, oltre che alle problematiche di limitata capacità di stoccaggio di dette fonti energetiche). Non è da ignorare, infine, l'imponente dispendio economico legato al completamento di siti idonei a carpire sufficiente energia da giustificare la rilevante spesa di base ed anche il significativo impatto ambientale: esempi, a tale proposito, sono rappresentati dall'installazione di pale eoliche, le quali possono variare le proprie dimensioni dai 20 ai 200 metri di altezza, ovvero dalla costruzione di impianti subacquei che sfruttano l'energia mareomotrice.

1.1. Segue: Le iniziative legislative a supporto della transizione energetica

Nonostante le molte difficoltà, la strada della transizione energetica appare, ormai, ineluttabile, al fine di garantire uno sviluppo sostenibile, anche in termini di conformità con i criteri ESG (di cui, *amplius*, *infra*). A tal riguardo l'Italia si è dimostrata in prima linea, compiendo una pluralità di scelte, ampiamente dimostrative dell'impegno assunto in questa direzione. È meritevole di menzione, prima tra tutte, la nuova formulazione, come riscritta dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1 (recante “Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente”), degli art. 9, comma 3, e 41, comma 2, Cost., con cui si prevede, rispettivamente e significativamente, che la Repubblica «(t)utela l'am-

biente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni», e che l'iniziativa economica privata «(n)on può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana».

In tale contesto di particolare attenzione alle tematiche energetiche ed ambientali, risulta altresì degna di nota la costituzione del Ministero per la Transizione Ecologica (già Ministero dell'ambiente e della tutela del territorio e del mare) ed oggi Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica) a seguito dell'emanazione dell'art. 2, comma 1, del d.l. 1 marzo 2021, n. 22, convertito con modificazioni nella L. 22 aprile 2021, n. 55, recante “Disposizioni urgenti in materia di riordino delle attribuzioni dei Ministeri”, tra le cui principali attribuzioni si annoverano, ai sensi dell'art. 35, comma 2, lett. b) e c), del d.lgs. 30 luglio 1999, n. 300, così come modificato dal d.l. n. 22 del 2021, in particolare: a) la definizione degli obiettivi e delle linee di politica energetica e mineraria nazionale; b) l'autorizzazione di impianti di produzione di energia di competenza statale, compresi quelli da fonti rinnovabili, anche se ubicati in mare; c) i piani e le misure in materia di combustibili alternativi e delle relative reti e strutture di distribuzione per la ricarica dei veicoli elettrici; d) le politiche per il contrasto dei cambiamenti climatici e per la finanza climatica e sostenibile e il risparmio ambientale anche attraverso tecnologie per la riduzione delle emissioni dei gas ad effetto serra.

Le politiche che questo ministero è chiamato a perseguire risultano essere, tra l'altro, strettamente funzionali al raggiungimento dei traguardi fissati dal PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza), e segnatamente dalla “Missione 2”, vale a dire dalla missione inerente alla “Rivoluzione Verde e la transizione ecologica”⁰⁶.

⁰⁶ Il Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica – MASE – svolge, secondo quanto è dato ricavare dal proprio sito internet, “un ruolo chiave nell'attività del Governo finalizzata alla tutela dell'ambiente. L'azione del MASE è rivolta alla salvaguardia del territorio e della risorsa idrica, degli ecosistemi terrestri e marini, delle specie animali e vegetali a rischio, alla bonifica delle aree e dei corsi d'acqua, alla riduzione delle fonti di inquinamento e delle emissioni dei gas climalteranti, nel contesto della sfida del riscaldamento globale. Il Ministero garantisce la sicurezza delle infrastrutture e dei sistemi energetici e geominerari, l'approvvigionamento, l'efficienza e la competitività, la promozione delle energie rinnovabili. Promuove le buone pratiche e l'educazione ambientale, l'economia circolare, la mobilità sostenibile e la rigenerazione urbana. Il Ministero esercita il controllo analogo congiunto (con il Ministero dei Trasporti e delle Infrastrutture) su Sogesid S.p.a.; svolge, inoltre, un ruolo di indirizzo e di vigilanza sulle attività dell'Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale (ISPRA), dell'Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo economico sostenibile (ENEA), del Gestore Servizi Energetici (GSE), di SOGIN (Società Gestione Impianti Nucleari); esercita la vigilanza sul patrimonio naturalistico nazionale in ambito terrestre e marino (parchi nazionali, aree marine protette, autorità di bacino, consorzi ambientali e di regolazione dei grandi laghi)”.

1.2. Segue: Il ruolo dell'Europa nel quadro delle politiche energetiche

L'Unione Europea è indubbiamente la protagonista assoluta nel quadro della transizione energetica: essa infatti, non solo è stata la promotrice degli Accordi di Parigi sul clima del 2016 (di cui si dirà, più dettagliatamente, infra), ma ne è anche, nel novero dei soggetti firmatari, la più ligia e rispettosa⁰⁷. Essa, inoltre, si è anche distinta per la particolare attenzione dedicata a tale importante tematica, già a partire dal 2009, con l'adozione della Direttiva 2009/28/CE del 23 aprile 2009, "sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili, recante modifica e successiva abrogazione delle direttive 2001/77/CE e 2003/30/CE". Tale direttiva, nota anche come RED I (Renewable Energy Directive), assegna agli Stati l'obiettivo di assicurare entro il 2020, da un lato, che una quota del 20% del consumo energetico abbia ad oggetto fonti rinnovabili, dall'altro, che il 10% del carburante utilizzato per i trasporti derivi da fonti rinnovabili. La direttiva, inoltre, ha anche stabilito i requisiti relativi alle metodologie che gli Stati membri avrebbero dovuto applicare per il raggiungimento dei propri obiettivi.

Alla RED I ha fatto seguito, nel 2018, la Direttiva UE 2018/2001 "sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili", c.d. RED II, con la quale le quote target sopra citate sono state innalzate, rispettivamente, al 32% e al 14% entro il 2030, per poi essere riviste ulteriormente al rialzo nel luglio 2021⁰⁸, portandole, sempre entro il 2030, rispettivamente, al 40% ed al 22%.

L'Unione Europea, d'altra parte, ricopre un ruolo di prim'ordine non solo nell'ambito della politica energetica eurounitaria, ma anche nel quadro delle politiche nazionali attraverso la previsione di importanti incentivi finalizzati al potenziamento della filiera di produzione delle energie rinnovabili nazionali, tra i quali sono da annoverare i fondi stanziati nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

Nonostante tali pregevoli iniziative, l'UE, tuttavia, sconta l'assenza di una politica comune relativa alle energie rinnovabili più longeva e meno frammentata, vale a dire vincolante per tutti gli Stati membri, per via dell'inevitabile disomogeneità derivante dal recepimento delle direttive da parte dei singoli aderenti, circostanza che pone l'Unione in una posizione di non indipendenza dal punto di vista energetico, non solo dal lato delle energie rinnovabili, ma anche dal lato delle fonti da combustibili fossili. La dipendenza

⁰⁷ Il riferimento viene effettuato in un'ottica di lode dell'UE, rispetto ad un altro firmatario di primaria importanza, gli USA, i quali, a causa di vicende politiche altalenanti dopo aver sottoscritto gli Accordi di Parigi, sono ufficialmente usciti dal trattato il 4 novembre 2020 nel corso della presidenza Trump, per poi rientrarvi il 19 febbraio 2021 sotto la presidenza Biden.

⁰⁸ Con un pacchetto normativo denominato "Fit for 55 package".

dell'UE dalle importazioni di Gas da parte della Federazione Russa, si attestava, nel 2022, attorno al 45%⁰⁹. In considerazione di ciò, appare, dunque, improrogabile che si acceleri sul fronte della transizione energetica affinché l'UE non debba dipendere, oltre che così massicciamente, da paesi che non rispettano i valori fondanti dell'Unione, la cui obliterazione viene per di più resa possibile dalle risorse finanziarie che la stessa Unione fa confluire attraverso l'acquisto delle risorse combustibili fossili. Sintomo di questa urgente necessità è che l'UE non si stia muovendo esclusivamente dal punto di vista legislativo, ma anche sul fronte commerciale e segnatamente della fissazione di un price cap (dinamico e temporaneo) al prezzo del gas¹⁰, ponendo così un freno alle speculazioni che si sono verificate presso la Borsa di Amsterdam, che, come già sopra segnalato, hanno più che decuplicato il prezzo del gas nell'arco di pochi mesi. Va salutata, quindi, con favore l'adottata strategia dell'Unione a questo rilevantissimo tema, oltre che con i richiamati interventi, anche in un'ottica di destinazione di bilancio, avendo la Commissione dichiarato di voler destinare il 20% del proprio bilancio al clima¹¹.

1.3. Segue: Il ruolo delle PMI nel quadro della transizione energetica

La transizione energetica, sul piano nazionale, non può prescindere dal ruolo centrale che in tale contesto deve riconoscersi alle PMI, le quali rappresentano, secondo il rapporto ISTAT 2019, il 99,9% del

⁰⁹ Cfr. ex multis, B. ROMANO, Gas ecco il piano UE per tagliare di due terzi l'import dalla Russia entro un anno, in *IlSole24Ore*, 8/03/2022.

¹⁰ L'accordo è stato raggiunto in seno al Consiglio dell'Unione Europea in data 19.12.2022 attraverso l'adozione della "Proposta di regolamento del Consiglio che istituisce un meccanismo di correzione del mercato per proteggere i cittadini e l'economia da rincari eccessivi", tradottasi nel successivo Reg. UE 2022/2578 del 22 dicembre 2022. Ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, del Reg., il meccanismo di correzione, entrato in vigore a partire dal 15.02.2023, si attiverà «quando si verifica un evento di correzione del mercato. Un evento di correzione del mercato è ritenuto verificatosi quando il prezzo di regolamento dei derivati TTF front month, pubblicato da ICE Endex B.V. (Paesi Bassi): a) supera 180 EUR/MWh per tre giorni lavorativi; e b) è superiore di 35 EUR al prezzo di riferimento nel periodo di cui alla lettera a)». Il meccanismo introdotto è del tipo "dinamico e temporaneo", in quanto, ai sensi dello stesso art. 4, paragrafo 5, «A decorrere dal giorno successivo alla pubblicazione di un avviso di correzione del mercato, i gestori dei mercati non accettano e i partecipanti al mercato dei derivati TTF non presentano ordini di derivati TTF che giungono a scadenza nel periodo compreso tra la data di scadenza del derivato TTF front month e la data di scadenza del derivato TTF front year con prezzi superiori a 35 EUR/MWh rispetto al prezzo di riferimento pubblicato dall'ACER il giorno precedente («limite dinamico di offerta»). Se il prezzo di riferimento è inferiore a 145 EUR/MWh, il limite dinamico di offerta rimane pari alla somma di 145 EUR e 35 EUR.», ed in base al successivo paragrafo 7 del medesimo articolo «Una volta attivato dall'ACER, il limite dinamico di offerta si applica per un minimo di [20 giorni lavorativi], a meno che non sia sospeso dalla Commissione in conformità dell'articolo 6 o disattivato in conformità dell'articolo 5, paragrafo 1».». Nelle parti in cui si fa menzione del "prezzo di riferimento", quest'ultimo è quello del Gnl (gas naturale liquido), che risulta essere molto meno volatile e meno soggetto a speculazioni, poiché non esportato dalla Federazione Russa.

¹¹ Cfr. www.commission.europa.eu

totale delle imprese operanti nel nostro paese, generando oltre il 70% del fatturato ed impiegando oltre l'81% dei lavoratori, all'interno del sistema produttivo italiano. Di qui la necessità di sollecitare, cosa non facile, il mondo delle PMI affinché esse si adeguino alle necessità nazionali, considerando che, secondo quanto riferito dal report di AGI sull'impronta ecologica delle PMI¹², circa il 70% dell'inquinamento complessivo è prodotto da queste ultime.

Per la identificazione delle PMI è necessario fare riferimento alla definizione fornita (in conformità con l'art. 2 della raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003), dall'art. 2, commi 1-3, del DM 18 aprile del 2005 del MISE, secondo cui «La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (complessivamente definita PMI) è costituita da imprese che: a) hanno meno di 250 occupati, e b) hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. 2. Nell'ambito della categoria delle PMI, si definisce piccola impresa l'impresa che: a) ha meno di 50 occupati, e b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro. 3. Nell'ambito della categoria delle PMI, si definisce microimpresa l'impresa che: a) ha meno di 10 occupati, e b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro».

Il ricorso a fonti energetiche rinnovabili comporta un notevole impegno economico, da affrontare, per di più, in un contesto energetico in cui la fonte combustibile fossile rappresenta ancora l'archetipo di normalità; di qui la ragione per le microimprese - che, sempre secondo il menzionato rapporto ISTAT 2019, risultano essere il 95,2% delle imprese attive - di ritenere l'investimento in fonti energetiche rinnovabili un obiettivo economicamente insostenibile, specie in un contesto economico competitivo e contrassegnato da fattori di instabilità di vario genere, e, sotto altro profilo, la scarsa rilevanza dell'apporto economico (ed incentivante) fornito dal citato DM del 10 febbraio 2022, relativo alla sostenibilità ed alla "svolta green" delle PMI, posto che, in base a quanto sancito dell'art. 3, comma 1, del DM medesimo, relativamente ai 677 milioni di euro stanziati ai fini dell'adeguamento di tali realtà ai criteri di sostenibilità, non solo almeno il 25% è riservato alle piccole e microimprese, ma il 63% circa dell'intero stanziamento (pari a 427 milioni di euro) riguarda le entità presenti nel territorio del mezzogiorno, florido, stando a quanto affermato dal summenzionato rapporto ISTAT, in prevalenza, rispetto alle medie imprese, di piccole imprese e microimprese.

Con riguardo, in particolare, alla tematica della transizione energetica risulta essere di fondamentale

¹² Cfr. A. NISI, Le PMI pesano per il 70% sull'inquinamento industriale, in AGI.it, 22 aprile 2022

importanza l'art. 7, comma 1, lettere a) e c), del DM in questione, secondo cui, tra le spese ammissibili, sono ricomprese quelle, rispettivamente, per «macchinari, impianti e attrezzature» e «programmi informatici e licenze correlati all'utilizzo dei beni materiali di cui alla lettera a)». I finanziamenti inoltre, nell'incentivare l'installazione di impianti funzionali alla produzione di energia rinnovabile, ammettono che tra essi, ai sensi del punto 4 dell'allegato 3 al DM, si annoverino gli impianti di produzione di energia termica o elettrica da fonte rinnovabile.

Sempre nell'ottica di un pieno e rigoroso rispetto delle normative ambientali e con l'obiettivo di favorire, senz'alcuna distorsione, la transizione energetica, l'art 12 del DM sancisce che «(i)n ogni fase del procedimento il Ministero può effettuare, anche per il tramite del soggetto gestore, controlli e ispezioni, anche a campione, sulle iniziative agevolate, al fine di verificare le condizioni per la fruizione e il mantenimento delle agevolazioni, nonché l'attuazione degli interventi finanziati».

2. Sostenibilità e criteri ESG nel quadro della ragionevole preminenza (rispetto agli altri) del profilo di “governance”

La tematica della transizione energetica è intrinsecamente connessa allo sviluppo sostenibile, il quale, secondo una definizione riscontrabile all'interno del Rapporto Brundtland, della “World Commission on Environment and Development” (WCED), 1987, altro non è se non lo sviluppo che «ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs».

Seguendo questo tracciato, si assiste oggi all'affermazione di un modello di CSR (Corporate Social Responsibility) che trova le sue fondamenta nel modello del “Triple Bottom Line” - anche denominato “sistema delle 3P” (People, Planet, Profit) - elaborato negli anni '90 da John Elkington, ad avviso del quale è opportuno incoraggiare le imprese ad includere, all'interno della propria rendicontazione contabile, non solo le performance di natura economica, ma anche quelle sociali e ambientali.

Sintomo, in particolare, della grande attenzione della comunità internazionale sono gli SDG (Sustainable Development Goals), ratificati nel 2015 da tutti i 193 membri dell'Organizzazione delle Nazioni Unite in quanto obiettivi comuni agli stessi, i quali - come definiti dalle Nazioni Unite - si articolano in 17 obiettivi di sviluppo sostenibile, a loro volta articolati in 169 traguardi specifici, da raggiungere entro il

2030¹³.

Sul tema della sostenibilità sono di prioritario interesse tanto gli Accordi di Parigi del 2015 quanto l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile: entrambi i documenti, infatti, mirano a ricercare il perfetto connubio tra sostenibilità, pianeta ed economia: l'accordo firmato a Parigi nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce, in particolare, il primo accordo universale sul clima mondiale per adattare e rafforzare la resilienza ai cambiamenti climatici e per contenere il riscaldamento climatico a un valore ben inferiore a 2 gradi centigradi.

La sostenibilità e la transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio, più efficiente in termini di risorse e circolare sono elementi fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia dell'UE. Per tale ragione, da molto tempo il tema della sostenibilità si trova al centro del progetto dell'Unione Europea e i suoi trattati ne riconoscono le dimensioni sociale e ambientale, così da favorire, garantendo la crescita economica, uno sviluppo che soddisfi le esigenze delle generazioni presenti e future e la creazione nel contempo nuove opportunità di occupazione e investimento.

Ed è appunto in una prospettiva di sviluppo sostenibile che vanno ad incasellarsi i criteri ESG e lo studio della stessa tematica "ESG", il quale impone, secondo una logica giuridico-regolamentare, di definire tanto il significato dell'acronimo, quanto l'esatta perimetrazione del contenuto delle singole aree che compongono la menzionata tematica, avendo tuttavia presente che, in una ipotetica ordinazione delle tre diverse aree tematiche, la Governance (rectius: il profilo riguardante la lettera "G") dovrebbe essere collocata quale prima lettera dell'acronimo, nel presupposto che, per comune esperienza generale e perciò anche con riguardo alla tematica di che trattasi, non vi è valutazione e scelta gestionale, accurata o meno che sia, che non transiti da determinazioni imputabili alla persona fisica preposta a ricoprire posizioni organiche.

Con riguardo al primo profilo, la risposta è che l'acronimo "ESG" sta per "environmental, social and governance"¹⁴, mentre, con riguardo al secondo profilo, vale a dire all'esatta perimetrazione dell'ampia

13 1) No Poverty; 2) Zero Hunger; 3) Good Health and Well-being; 4) Quality Education; 5) Gender Equality; 6) Clean water and Sanitation; 7) Affordable and Clean Energy; 8) Decent Work and Economic Growth; 9) Industries, Innovation and Infrastructure; 10) Reduced Inequalities; 11) Sustainable Cities and Communities; 12) Responsible Consumption and Production; 13) Climate Action; 14) Life below Water; 15) Life on Land; 16) Peace, Justice and strong Institutions; 17) Partnership for the Goals.

14 In altre parole, gli aspetti che vengono considerati centrali nel contesto ESG, sono basilariamente fattori di tutela ambientale, rispetto dei diritti umani e sostenibilità ambientale ed economica delle imprese.

materia, utili indicazioni si ricavano dalla pagina web della Commissione Europea dedicata alla “Finanza sostenibile” e segnatamente: «Sustainable finance refers to the process of taking environmental, social and governance (ESG) considerations into account when making investment decisions in the financial sector, leading to more long-term investments in sustainable economic activities and projects. Environmental considerations might include climate change mitigation and adaptation, as well as the environment more broadly, for instance the preservation of biodiversity, pollution prevention and the circular economy. Social considerations could refer to issues of inequality, inclusiveness, labour relations, investment in human capital and communities, as well as human rights issues. The governance of public and private institutions – including management structures, employee relations and executive remuneration – plays a fundamental role in ensuring the inclusion of social and environmental considerations in the decision-making process»]. Da qui l’idea, ai fini del presente contributo, di attribuire all’acronimo “ESG” due accezioni, tra loro complementari: a) quale obiettivo a cui deve tendere l’agere pubblico, imprenditoriale e dei cittadini (goal oriented approach); b) quale set di criteri a cui parametrare detto agere, al fine, da un lato, di incentivarlo, dall’altro, di contrastare, anche attraverso forme di incentivazione, comportamenti e pratiche incompatibili con il raggiungimento di detto obiettivo.

3. Cenni sulla dimensione economico-finanziaria della sostenibilità.

L’attenzione che le istituzioni, i mass media e financo la società civile¹⁵ rivolgono alla tematica della sostenibilità, possiede oggi un peso considerevole; non deve pertanto stupire che, sempre più impre-

¹⁵ Ciò è particolarmente vero per quanto concerne l’accezione ambientale della sostenibilità; nonostante già da tempo la comunità scientifica fosse allarmata dagli eventi connessi al climate change ed invocasse il ricorso a politiche ambientali e di consumo più responsabili da parte delle autorità nazionali dell’intero pianeta, è possibile osservare una lenta e graduale, maggiore attenzione, da parte della società civile, alle tematiche, ex multis, della sostenibilità, della riduzione dell’emissione di Co2 (c.d. impronta ambientale) e dell’inquinamento, già a partire dal 2006, data di uscita del celebre documentario “An Inconvenient Truth”, diretto dal regista Davis Guggenheim, relativo alla campagna di divulgazione sui rischi del riscaldamento globale condotta dall’ex Vice Presidente degli USA Albert Arnold Gore Jr. (meglio conosciuto come “Al Gore”), tendenza poi esplosa a seguito, da un lato, della celebrità assunta dall’attivista Greta Tintin Eleonora Ernman Thunberg, la quale, a partire dal 2018, ha iniziato a non frequentare la scuola il venerdì di ogni settimana, dando vita a quel fenomeno sociale, a cui nel corso dei mesi successivi hanno preso parte milioni di giovani in tutto il mondo, noto come “Friday for Future”, dall’altro, dai tragici fenomeni naturali che hanno funestato il continente australiano dal giugno 2019 al marzo 2020, che hanno provocato la distruzione di circa 16.800.000 ettari di aree boschive e, in base al rapporto del WWF, la morte di quasi 1 miliardo di animali.

se, al fine di garantirsi un vantaggio competitivo, fanno, almeno formalmente ¹⁶, della tematica della sostenibilità un proprio vessillo ¹⁷, allo scopo di ottenere incentivi statali ¹⁸ e, anche, di acquisire nuove

¹⁶ Si fa riferimento, segnatamente, al fenomeno del c.d. Greenwashing, vale a dire della pratica sostanziata nell'ingenerare nel pubblico un'immagine di sé, sotto il profilo dell'impatto ambientale e dell'impronta ecologica, non rispondente a verità. A tale riguardo, nel 2021, la Commissione Europea, coadiuvata dalle autorità nazionali di tutela dei consumatori congiuntamente ad altre autorità internazionali, sotto il coordinamento della Ipcen (Consumer Protection and Enforcement Network) ha condotto un'indagine finalizzata a portare alla luce le verità celate sotto il Greenwashing, addivenendo a conclusioni preoccupanti. Nello specifico è emerso che, in oltre la metà dei casi, le imprese non avevano fornito ai consumatori informazioni sufficienti per determinare la veridicità o meno delle proprie affermazioni. Inoltre, nel 37% dei casi, i claim contenevano formulazioni vaghe e generiche, quali "cosciente", "rispettoso dell'ambiente", "sostenibile" e nel 59% dei casi non venivano fornite prove a sostegno di tali affermazioni. Complessivamente nel 42% dei casi le autorità hanno ritenuto ingannevoli e non veritieri i green claim, sottolineando la possibilità di considerare tali dichiarazioni come pratiche commerciali sleali. Sempre relativamente alla tematica del greenwashing, si ritiene rilevante evidenziare che, in data 31.5.2023, le Autorità di vigilanza Europee (EBA, ESMA ed EIOPA) hanno pubblicato, in risposta ad uno specifico quesito in argomento posto loro dalla Commissione Europea, i rispettivi "Progress Report on Greenwashing", a mezzo dei quali viene fornita, seppure in via temporanea, una mappatura precisa del fenomeno del greenwashing all'interno dei settori bancario, finanziario ed assicurativo, posto che la versione definitiva dei citati Report è attesa per il mese di maggio 2024.

¹⁷ Per quanto concerne, a titolo d'esempio, il mercato italiano, in base al tredicesimo rapporto GreenItaly, realizzato da Fondazione Symbola e Unioncamere, con la collaborazione del Centro Studi Tagliacarne e con la partecipazione, tra gli altri, di Conai, Novamont ed Ecopneus, nel 2021, il numero di imprese che hanno avviato il proprio percorso in direzione di un adeguamento al sistema della green economy, è cresciuto del 2,9%, passando così dal 21,4% del 2020 al 24,3%. Interessante la circostanza che i cambiamenti in oggetto riguardino, allo stato, il 40,6% delle imprese attive nel campo industriale ed il 42,5% di quelle che operano nel settore manifatturiero.

¹⁸ A fini esemplificativi, è possibile citare, ex multis, gli incentivi messi a disposizione dal Ministero delle Imprese e del Made in Italy al fine di sostenere, con agevolazioni finanziarie, la realizzazione di progetti di ricerca, sviluppo e innovazione in materia di transizione ecologica e circolare e, per le PMI, di industrializzazione dei risultati della ricerca e sviluppo. Tale quadro di incentivi, di complessivi 750 milioni di euro, realizzato nell'ambito del Fondo per la crescita sostenibile (FCS) e disciplinato dal decreto 1° dicembre 2021 del Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, è destinato a centri di ricerca ed imprese, di qualsiasi dimensione, che - attive nel campo delle attività industriali, agroindustriali, artigiane, dei servizi all'industria - presentino progetti (singolarmente o in forma congiunta) che abbiano, quale obiettivo: 1) la decarbonizzazione dell'economia; 2) l'economia circolare; 3) la riduzione dell'uso della plastica e sostituzione della plastica con materiali alternativi; 4) rigenerazione urbana; 5) il turismo sostenibile; 6) l'adattamento e la mitigazione dei rischi sul territorio derivanti dal cambiamento climatico.

quote di mercato¹⁹.

L'orientamento in questione non riguarda, tuttavia, esclusivamente le imprese produttrici di beni fisici, bensì, ed in maniera rilevante, anche i soggetti che operano nel campo della finanza mobiliare.

In relazione a tale ultimo profilo, giova considerare come l'Unione Europea, in proposito, abbia adottato – nella piena consapevolezza che sono le imprese a tracciare, nella realtà quotidiana, la strada verso l'obiettivo di un contesto propriamente sostenibile – plurimi atti normativi.

Rileva, in particolare, la seguente regolamentazione:

- Regolamento (UE) 2019/2088 "relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari" (c.d. SFDR);
- Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 "che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento".

Il Reg. 2019/2088, a cui si deve, tra l'altro, il merito di aver fornito una definizione normativa di "investi-

¹⁹ In base al già menzionato tredicesimo rapporto GreenItaly, si prevede che le imprese che hanno avviato un percorso della eco-sostenibilità gioveranno di un aumento nelle esportazioni stimato, nel 2022, di oltre il 35%, contro un più ridotto 26% di quante siano rimaste legate al precedente business model. Il rapporto evidenzia, inoltre, la previsione di rilevanti aumenti del fatturato (+49% contro +39%) e delle assunzioni (+23% rispetto a +16%). Sempre con riguardo specifico al tema dell'opportunità di commercializzare prodotti che siano in linea con il rispetto dei criteri ESG, risulta interessante citare quanto constatato dalla Banca d'Italia in sede di "Rapporto sulla Stabilità Finanziaria" (n. 1/2023), all'interno del quale si rappresenta che «La raccolta netta dei fondi comuni italiani è diventata negativa nel primo trimestre del 2023; è stata comunque caratterizzata da afflussi verso i fondi azionari e obbligazionari, con una preferenza per quelli che investono rispettando criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (ESG). (...) Nel quarto trimestre del 2022 i fondi che rispettano criteri di sostenibilità sotto i profili ambientale, sociale e di governo societario (environmental, social and governance, ESG) hanno continuato a registrare una raccolta netta positiva (5,2 miliardi)».

mento sostenibile” attraverso l’art. 2, paragrafo 17²⁰, si pone l’obiettivo, sancito all’art. 1 del medesimo, di armonizzare la normativa in tema di «trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari» attraverso la creazione di standard comuni per la rendicontazione e la divulgazione di informazioni, sì da orientare, in tale quadro, gli investitori verso una scelta più informata e consapevole della tipologia di prodotto finanziario oggetto della propria attenzione.

In ragione di tali obiettivi, vengono stabiliti appositi obblighi di trasparenza tanto a livello di soggetto operante (c.d. entity level), quanto di prodotto finanziario (c.d. product level), con particolare riferimen-

20 L’articolo in questione definisce “investimento sostenibile” un «investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave (enfasi aggiunta) di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

to ai possibili profili negativi in danno della sostenibilità²¹.

21 Il riferimento è agli artt. 4 e 7 del regolamento in oggetto, i quali sanciscono, rispettivamente, che «1. I partecipanti ai mercati finanziari pubblicano e aggiornano sui propri siti web: a) ove prendano in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell'ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari che rendono disponibili; oppure b) ove non prendano in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una chiara motivazione di tale mancata considerazione comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi. 2. I partecipanti ai mercati finanziari includono nelle informazioni fornite conformemente al paragrafo 1, lettera a), almeno quanto segue: a) informazioni sulle loro politiche relative all'individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori ; b) una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata; c) brevi sintesi delle politiche di impegno ai sensi dell'articolo 3 octies della direttiva 2007/36/CE, ove applicabile; d) un riferimento alla loro osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e di reportistica e, se del caso, al grado della loro conformità agli obiettivi previsti dall'accordo di Parigi. 3. In deroga al paragrafo 1, a decorrere dal 30 giugno 2021, i partecipanti ai mercati finanziari che alla data di chiusura del bilancio hanno superato il criterio del numero medio di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario pubblicano e aggiornano sui propri siti web una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Tale dichiarazione comprende almeno le informazioni di cui al paragrafo 2. 4. In deroga al paragrafo 1 del presente articolo, a decorrere dal 30 giugno 2021, i partecipanti ai mercati finanziari che sono imprese madri di un grande gruppo ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 7, della direttiva 2013/34/UE che alla data di chiusura del bilancio del gruppo ha superato, su base consolidata, il criterio del numero medio di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario pubblicano e aggiornano sui propri siti web una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Tale dichiarazione comprende almeno le informazioni di cui al paragrafo 2. 9.12.2019 IT Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 317/9 5. I consulenti finanziari pubblicano e aggiornano sui propri siti web: a) informazioni indicanti se, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell'ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari in merito ai quali forniscono consulenza, nella loro consulenza in materia di investimenti o di assicurazioni prendono in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità; oppure b) informazioni sui motivi per cui non prendono in considerazione, nella loro consulenza in materia di investimenti o di assicurazioni, gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi. 6. Entro il 30 dicembre 2020, le AEV elaborano, tramite il comitato congiunto, progetti di norme tecniche di regolamentazione conformemente agli articoli da 10 a 14 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010, concernenti il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni di cui ai paragrafi da 1 a 5 del presente articolo circa gli indicatori di sostenibilità in materia di effetti negativi sul clima e altri effetti negativi connessi all'ambiente. Le AEV chiedono, ove pertinente, il contributo dell'Agenzia europea dell'ambiente e del Centro comune di ricerca della Commissione europea. Alla Commissione è delegato il potere di integrare il presente regolamento adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010. 7. Entro il 30 dicembre 2021, le AEV elaborano, tramite il comitato congiunto, progetti di norme tecniche di regolamentazione conformemente agli articoli da 10 a 14 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010, concernenti il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni di cui ai paragrafi da 1 a 5 del presente articolo per quanto concerne gli indicatori di sostenibilità in materia di effetti negativi connessi alle problematiche sociali e concernenti il personale, il rispet-

Il regolamento "SFDR" prevede, inoltre, la classificazione dei prodotti finanziari in due categorie a seconda del livello di considerazione dei fattori di sostenibilità, specificati ai sensi degli artt. 8, paragrafo 1, e 9, paragrafi 1-3, i quali precisano rispettivamente:

- «Se un prodotto finanziario promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono quanto segue: a) informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate; b) qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice è coerente con tali caratteristiche»;
- «Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, sono accompagnate: a) da informazioni che indicano in che modo l'indice designato è in linea con detto obiettivo; b) da una spiegazione che indica perché ed in che modo l'indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato 2. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo. 3. Se un prodotto finanziario ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 6, paragrafi 1 e 3, includono l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine in materia di lotta al riscaldamento

-to dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva. Alla Commissione è delegato il potere di integrare il presente regolamento adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010» e che «Entro il 30 dicembre 2022, per ciascun prodotto finanziario, qualora un partecipante ai mercati finanziari applichi l'articolo 4, paragrafo 1, lettera a) o l'articolo 4, paragrafo 3 o 4, l'informativa di cui all'articolo 6, paragrafo 3, include quanto segue: a) una spiegazione chiara e motivata che indichi se e, in caso affermativo, in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità; b) una dichiarazione attestante che le informazioni relative ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità sono disponibili tra le informazioni da comunicare a norma dell'articolo 11, paragrafo 2. Se le informazioni di cui all'articolo 11, paragrafo 2, includono quantificazioni dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, tali informazioni possono basarsi sulle disposizioni delle norme tecniche di regolamentazione adottate ai sensi dell'articolo 4, paragrafi 6 e 7. 2. Qualora un partecipante ai mercati finanziari applichi l'articolo 4 paragrafo 1, lettera b), l'informativa di cui all'articolo 6, paragrafo 3, include per ciascun prodotto finanziario una dichiarazione attestante che il partecipante ai mercati finanziari non prende in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e una spiegazione motivata al riguardo».

globale previsti dall'accordo di Parigi».

Già da una prima lettura, è possibile scorgere come gli strumenti di cui all'art. 8, paragrafo 1 - nonostante presentino necessariamente profili di connessione ed attenzione alle tematiche climatico-ambientali e/o sociali oltre che al rispetto delle buone pratiche di governance - non vengano qualificati, diversamente da quanto accade con riferimento agli strumenti di cui all'art 9, paragrafi 1-3, come prodotti di investimento sostenibile, attesa la mancata integrale rispondenza di tali strumenti al dettato di cui all'art. 2, paragrafo 17: per i prodotti di cui all'art. 8, paragrafo 1, non è, infatti, necessaria una totale adesione ai profili ESG, risultando per essi sufficiente una mera attenzione alle suddette tematiche; e ciò diversamente da quanto previsto ai sensi dell'art. 9, paragrafi 1-3, che, facendo espresso riferimento alla nozione di investimento sostenibile, richiama automaticamente l'omologa definizione sopra menzionata. Di qui la ragione, legata al differente grado di pervasività delle tematiche ESG, della distinzione tra strumenti di cui all'art. 8, paragrafo 1, denominati “light green”, e strumenti di cui all'art. 9, paragrafi 1-3, definiti “dark green”.

Da un primo esame delle evidenze di mercato ²², sembrerebbe emergere, allo stato, un adeguamento tattico, da parte degli operatori, ai requisiti normativi ESG: segnatamente, la maggioranza dei player operanti nel mercato italiano sembrerebbe avere inserito i rischi di sostenibilità nei propri processi decisionali attraverso l'adozione di soluzioni di rating provider terzi in ambito ESG e/o di policy di esclusione di settori qualificabili come “controversi”. Con riferimento, in particolare, alle citate classificazioni di cui agli artt. 8 e 9, sembrerebbero al momento presenti sul mercato diverse tipologie di strumenti, prevalentemente light green, ma con una tendenza graduale verso gli strumenti dark green ²³.

Il Reg. 2021/1253, invece, integra la normativa di riferimento in materia di servizi di investimento, di cui alle disposizioni contenute nel Reg. 2017/565, considerando le tematiche di sostenibilità, con l'obiettivo di aggiornare i processi di consulenza e di tutela degli investitori, soprattutto attraverso l'aggiornamento del processo di produzione e di gestione dei prodotti (c.d. Product Governance).

²² Cfr. L. GALLI, A. LAPOMARDA, S. SMERALDI, “La sostenibilità dei servizi di investimento”, in www.dirittobancario.it, 20.4.2022.

²³ Ibidem.

Per i prestatori di servizi di consulenza in materia di investimenti le principali modifiche si traducono nell'esigenza di:

- raccogliere le preferenze di sostenibilità dei propri clienti, procedendo contestualmente all'integrazione, con apposite domande a tema ESG, dei questionari di profilatura MiFID;
- aggiornare i modelli di adeguatezza tramite la previsione di controlli aggiuntivi, atti a verificare la corrispondenza tra le preferenze di sostenibilità raccolte e i prodotti raccomandati;
- estendere il catalogo prodotti con particolare focus sui prodotti con caratteristiche ESG.

Infine, ad ulteriore conferma del ruolo di primaria rilevanza della normativa UE (anche) nel settore di che trattasi, va menzionata la recente proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio "relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937" del 23.2.2022, meglio conosciuta con il nome di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDD).

Essa mira alla promozione, da parte delle imprese attive nel mercato europeo, di pratiche finalizzate alla contribuzione dello sviluppo sostenibile nonché della transizione economica e sociale attraverso la tutela dei diritti umani e dell'ambiente; e ciò non solo da parte delle imprese con riferimento all'attività da essa svolta, bensì anche con riguardo alle attività svolte dalle proprie controllate, fino a risalire a tutta la value chain di cui sono parte, individuando, quali destinatarie, società inquadrabili all'interno di due macro-categorie:

- grandi ²⁴ e medie imprese ²⁵ europee;
- imprese extra-UE con un fatturato netto generato in UE superiore a Euro 150.000.000 nell'ultimo esercizio, ovvero, congiuntamente che (i) abbiano generato un fatturato netto in UE superiore ad

²⁴ Sono considerate tali le imprese che nel corso dell'ultimo esercizio abbiano avuto (i) una media di 500 dipendenti o maggiore e (ii) fatturato netto, a livello mondiale, superiore a Euro 150.000.000. Differentemente da quanto si dirà con riferimento alle medie imprese, in questo caso il settore di attività non rileva, in quanto le grandi imprese sarebbero assoggettate alla CSDD indipendentemente da quest'ultimo.

²⁵ Sono considerate tali le imprese che, operando all'interno di settori ad elevato impatto (pe. settore tessile, agricoltura, estrazione di risorse minerali), abbiano avuto, nel corso dell'ultimo esercizio (i) una media di almeno 250 dipendenti (salvo il raggiungimento dei 500), (ii) un fatturato netto superiore a Euro 40.000.000, di cui almeno il 50% sia stato generato in uno o più settori ad elevato impatto.

Euro 40.000.000, ma non superiore a Euro 150.000.000, di cui almeno il 50% generato in UE in uno o più settori ad elevato impatto.

La Direttiva prevederebbe, tra l'altro:

- l'integrazione di obblighi di diligenza nelle proprie politiche di gestione;
- la prevenzione o mitigazione di possibili impatti negativi futuri;
- l'eliminazione o, quantomeno, la marginalizzazione degli attuali impatti negativi;
- la pubblicazione delle informazioni relative agli obblighi di diligenza.

Sul testo della proposta, in data 25.4.2023, si è espressa favorevolmente la Commissione giuridica del Parlamento Europeo (c.d. JURI), incentrando la propria attenzione, in particolare, sul profilo sanzionatorio e precisando, come riportato sul sito dell'Europarlamento, «Non-compliant companies should be liable for damages and EU governments would establish supervisory authorities with the power to impose sanctions. MEPs want fines to be at least 5% of the net worldwide turnover and to ban non-compliant third-country companies from public procurement». La proposta di Direttiva ha poi, da ultimo, visto avanzare il proprio iter procedimentale in direzione dell'emanazione, in data 1° giugno 2023, di un documento (consultabile sul portale web del Parlamento UE), approvato dal Parlamento Europeo medesimo in seduta plenaria, con il quale questo, prendendo posizione relativamente al testo della proposta di Direttiva, conferma quanto già in proposito espresso dalla Commissione giuridica, affermando che «...le aziende saranno tenute a identificare e, se necessario, prevenire, porre fine o mitigare, l'impatto negativo che le loro attività hanno su diritti umani e ambiente, come il lavoro minorile, la schiavitù, lo sfruttamento del lavoro, l'inquinamento, il degrado ambientale e la perdita di biodiversità. Inoltre, dovranno monitorare e valutare l'impatto sui diritti umani e sull'ambiente dei loro partner della catena del valore, compresi i fornitori, la vendita, la distribuzione, il trasporto, lo stoccaggio, la gestione dei rifiuti e altre aree. (...) Le nuove norme prevedono anche che le imprese collaborino e sostengano le persone colpite dalle loro azioni, compresi gli attivisti per i diritti umani e l'ambiente, introducano un meccanismo di reclamo e controllino regolarmente l'efficacia della loro politica di diligenza dovuta. Per facilitare l'accesso degli investitori, le informazioni sulla politica della diligenza dovuta di una società dovrebbero essere disponibili anche sul "Punto unico d'accesso europeo" (ESAP). (...)».

4. L'assoluta rilevanza del “Rating” quale strumento di misurazione degli adempimenti ESG

Al fine di fornire ai criteri ESG effettiva rilevanza, è avvertita la necessità di sviluppare specifici framework di rating relativi all'ambito in esame. Dall'analisi dei principali rating ESG disponibili, è stato possibile formulare quanto segue:

- l'emersione di considerazioni non strettamente finanziarie in ordine alla valutazione aziendale è legata a un processo c.d. investor-driven: in tale quadro, i rating ESG, pur nella loro disomogeneità, hanno svolto un ruolo cruciale nel favorire la diffusione di valutazioni di sostenibilità;
- il mercato dei framework di rating ESG è, attualmente, molto competitivo; di qui lo stimolo, da parte di molte agenzie di rating, a sviluppare, con le evidenti difficoltà in termini di disomogeneità del servizio offerto, il proprio specifico modello di valutazione (nel 2018 si potevano contare più di 600 modelli di rating ESG a livello globale);
- allo scopo di consolidare e rendere più trasparenti ed attendibili le valutazioni ESG, è di fondamentale importanza sviluppare standard quanto più oggettivi possibile, al fine di guidare le società nella rendicontazione, sì da permettere loro di fornire una trasparente e reale disclosure in merito alle proprie performance ESG ²⁶.

Emerge quindi, la necessità di assicurare una corretta valutazione del grado di allineamento ai criteri ESG, derivando da tale circostanza la possibilità, tra l'altro, di:

- collegare gli obiettivi aziendali in tema ESG a parametri oggettivi, quantificabili e misurabili, evitando fenomeni di greenwashing;
- valutare le performance di sostenibilità in termini realmente oggettivi a cui collegare le remunerazioni dei vertici aziendali;
- comparare le performance e gli impatti ESG di società diverse;

²⁶ In mancanza di uno standard condiviso, il crescente numero di standard di rendicontazione ESG, tra loro diversi, ha reso sempre meno informativo (ed attendibile) il confronto delle informazioni sulla sostenibilità degli emittenti. È evidente, dunque, la rilevanza assunta dai framework di rating ESG allo scopo di assicurare una effettiva valutazione delle performance in generale, specie in relazione a una o più imprese, tra loro in competizione, sulle quali gli stakeholder hanno intenzione di investire.

- migliorare la disclosure delle informazioni ESG agli stakeholders di riferimento ²⁷;
- individuare i rischi collegati ai fattori ESG attraverso la loro corretta misurazione e rendicontazione;
- agevolare la rendicontazione delle performance ESG delle società target e di quelle in portafoglio.

Tra gli standard di rendicontazione utilizzati per la costruzione di questionari e sistemi di valutazione (id est: di rating) su scala internazionale è possibile individuare:

- il sistema GRI (Global Reporting Initiative): lo standard maggiormente utilizzato dalle imprese italiane nella rendicontazione non finanziaria; si tratta di un sistema con cui le imprese, attraverso un'analisi di materialità, individuano i fattori centrali per la propria performance e i propri impatti ESG sulla base di un concetto di double materiality, obbligando le imprese a rendicontare non solo i fattori ESG che influenzano i risultati aziendali (financial materiality), ma anche gli impatti dell'azienda stessa sulla società e sull'ambiente (outward materiality);

²⁷ Il tema relativo alla chiara informazione agli investitori è quanto mai rilevante ed attuale: prova ne è il provvedimento sanzionatorio irrogato dalla Securities and Exchange Commission statunitense (SEC), ai danni di Goldman Sachs Asset Management, vale a dire la divisione di gestione patrimoniale che fa riferimento a Goldman Sachs, segnatamente per carenze nelle politiche e procedure riguardanti due fondi comuni di investimento e un conto gestito, commercializzati come investimenti ESG. Dalla lettura del comunicato stampa emesso in data 22.11.2022 dalla SEC si evince che a guidare l'irrogazione sanzionatoria sarebbe stata la politica di falsa qualificazione di un determinato investimento come rispondente a criteri ESG. La SEC sottolinea al riguardo che « the policies and procedures stated that GSAM FE would use a proprietary ESG questionnaire in connection with its research of select securities for inclusion into the ESG Investment Products. GSAM described the questionnaire and a related tool—a materiality matrix—as part of its ESG investment process for the ESG Investment Products in materials provided to intermediaries, including registered investment advisers and broker-dealers, and to the Goldman Sachs Trust ("GST") board of trustees ("GST Board"), among others. However, prior to February 2020 GSAM FE investment teams did not routinely follow the policies and procedures and description of its ESG investment process provided to third parties and the GST Board. Instead, GSAM FE relied on previously conducted ESG research for the issuers held in the ESG Investment Products, which research it had conducted in many instances in a different manner, and only completed the newly developed ESG questionnaires for all positions after securities were already selected for inclusion in the products' portfolios. In addition, GSAM FE failed during the Relevant Period to maintain the ESG questionnaires in a central location, as required by its policies and procedures, which also delayed GSAM in producing relevant documents during the course of the Commission's investigation». Una tale condizione ha mistificato la posizione di GSAM come soggetto investitore in portafogli rispettosi dei criteri ESG, e ciò ha condotto ad un'irrogazione sanzionatoria di \$ 4.000.000,00, peraltro non contestata da GSAM, la quale si è limitata ad affermare la non veridicità delle accuse, adottando, tuttavia, comportamenti concludenti).

- il sistema CDP (Carbon Disclosure Project): si tratta di un sistema sector-based globale che permette alle imprese di gestire le informazioni riguardanti quattro aspetti del cambiamento climatico [id est: (i) emissioni di GHG (Green House Gas: misura che esprime in CO2 equivalente il totale delle emissioni di gas ad effetto serra associate direttamente o indirettamente ad un prodotto, ad un'organizzazione o ad un servizio), (ii) consumi energetici, rischio idrico esistente e futuro, (iii) valutazione delle attività e delle materie prime legate alla deforestazione e (iv) valutazione della catena produttiva];
- il sistema CDSB (Climate Disclosure Standards Board): si tratta di un framework di rendicontazione internazionale utilizzabile da soggetti profit e non profit per il collegamento e l'integrazione delle informazioni ambientali nella performance aziendale; tale sistema - che viene principalmente utilizzato nel Regno Unito, in Giappone, in Sud Africa, in USA e Corea del Sud - si concentra su dieci aree di rilievo (sicurezza del consumatore, energia, finance, salute, industria, tecnologia, materiali, servizi di telecomunicazione, servizi e prodotti);
- il sistema IR (Integrating Reporting): quale reporting integrato che, attraverso l'esame di sei forme di capitale (capitale finanziario, capitale produttivo, capitale intellettuale, capitale umano, capitale sociale e relazionale e capitale naturale), ha l'obiettivo di dimostrare ai fornitori di capitale finanziario la capacità di un'organizzazione a creare valore nel tempo;
- il sistema SASB (Sustainability Accounting Standards Board): attraverso tale sistema l'accounting sostenibile - che si compone di cinque profili fondamentali (Environment, Social Capital, Human Capital, Business Model & Innovation e Leadership & Governance) - riflette la capacità di gestione degli impatti sociali e ambientali di un'organizzazione.

Il quadro appena rappresentato è, all'evidenza, alquanto complesso ed articolato: allo scopo di superare le citate difficoltà derivanti dall'utilizzo di un sistema fortemente frammentato, le grandi standard-setter a livello globale, hanno manifestato, nel settembre 2020, la necessità di collaborare al fine di definire standard di rendicontazione ESG comuni, proponendosi l'obiettivo di soddisfare le seguenti due fondamentali priorità:

- stabilire framework di reporting minimi, standardizzati e sector-agnostic, ovvero contenenti un set di fattori comuni a tutte le società, che permettano una comparazione trasversale delle performance ESG;

- definire un concetto di “materialità” idoneo ad integrare le diverse finalità sottese ai cinque standard facendo ricorso al concetto di dynamic materiality, che riflette la natura dei fattori di sostenibilità, il cui grado di interesse (per utenti e stakeholders) e la cui influenza (sulle performance aziendali) cambia nel tempo.

Tale sforzo viene manifestamente riconosciuto ed apprezzato dalla International Organization of Securities Commissions (IOSCO), la quale, all'interno del “Report on International Work to Develop a Global Assurance Framework for Sustainability-related Corporate Reporting” dichiara che «IOSCO is encouraged by the trend towards issuers’ submitting their sustainability-related disclosures for independent assurance. IOSCO welcomes the standard setters’ work towards professionagnostic assurance and ethics (including independence) standards that build on the requirements and principles of existing standards, and that can apply across all reporting frameworks. The further development of a global assurance framework will provide insight to issuers and assurance providers as they prepare for assurance engagements and support consistent, comparable, and reliable assurance over sustainability-related information. (...) IOSCO encourages early engagement with the standard setters’ initiatives across the sustainability reporting ecosystem to support readiness to apply the final assurance and ethics (including independence) standards soon after they have been finalised in late 2024, including on a voluntary basis. (...) IOSCO encourages the standard setters to continue work to develop high-quality standards in a timely manner and in accordance with robust due process, engaging with stakeholders to help develop standards that are fit for purpose and meet the public interest».

L'UE, il cui ruolo di leader nel settore si è già avuto modo di esplicitare, dopo aver introdotto, con il

Reg. UE 2020/852, un sistema di classificazione delle attività sostenibili (c.d. "Tassonomia"²⁸), nel 2021 ha proposto l'adozione di nuova Direttiva, denominata anche CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), approvata dal Consiglio dell'Unione Europea in data 28 novembre 2022 e trasposta nella

28 A titolo esemplificativo è possibile citare l'art. 1 del Regolamento, il quale recita «Il presente regolamento stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. Il presente regolamento si applica: a) alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili; b) ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; c) alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 bis o dell'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio» e, anche, l'art. 3, ai sensi del quale «Al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un'attività economica è considerata ecosostenibile se: a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità degli articoli da 10 a 16; b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17; c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; e d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2». In una prospettiva di ulteriore completezza e di piena realizzazione degli obiettivi del Regolamento, ai sensi degli artt. 13, paragrafi 5, 14, paragrafi 5 e 15, paragrafo 5 dello stesso, a partire dal 1° gennaio 2023 è vigente l'obbligo, per le imprese non finanziarie, di comunicare, all'interno della Dnf (Dichiarazione non finanziaria), vari indicatori definiti KPI (Key Performance Indicator) [quali: a) quota di fatturato proveniente da prodotti o servizi associati alle attività economiche ecosostenibili; b) quota di spese in conto capitale degli attivi o dei processi associati alle attività economiche ecosostenibili (CapEx); c) quota di spese operative degli attivi o dei processi associati alle attività economiche ecosostenibili (OpEx), i quali misurano il grado di sostenibilità ambientale delle attività di dette imprese. Segnatamente, ciò che caratterizza tale segnalazione risiede nella circostanza che le attività debbano essere allineate con le finalità esposte nell'art. 8 del Regolamento, e la verifica relativa all'allineamento risulta essere decisamente più invasiva rispetto a quella concernente la mera ammissibilità nell'alveo di applicazione dell'art. 8: non a caso, relativamente all'ammissibilità, si richiede esclusivamente la menzione dell'attività all'interno dell'elenco predisposto dalla tassonomia e la verifica inerente l'allineamento sottopone ad indagine tutti i profili di sostenibilità, in maniera molto rigorosa e puntuale. Si segnala che, in data 13 giugno 2023, la Commissione Europea ha pubblicato il "Sustainable Finance Package", un nuovo (sostanzioso) pacchetto di misure in materia di finanza sostenibile, all'interno del quale sono presenti anche modifiche integrative alla c.d. "Tassonomia". Sul sito web della Commissione Europea è possibile leggere, al riguardo, che «The Commission has today approved in principle a new set of EU Taxonomy criteria for economic activities making a substantial contribution to one or more of the non-climate environmental objectives, namely: a) sustainable use and protection of water and marine resources; b) transition to a circular economy; c) pollution prevention and control; d) protection and restoration of biodiversity and ecosystems. To complement this, the Commission has adopted targeted amendments to the EU Taxonomy Climate Delegated Act, which expand on economic activities contributing to climate change mitigation and adaptation not included so far - in particular in the manufacturing and transport sectors. The inclusion of more economic activities covering all six environmental objectives, and consequently more economic sectors and companies, will increase the usability and the potential of the EU Taxonomy in scaling up sustainable investments in the EU. The criteria are informed to a very large extent by the recommendations of the Platform on Sustainable Finance, published in March and November 2022. The Commission has also adopted amendments to the EU Taxonomy Disclosures Delegated Act, to clarify the disclosure obligations for the additional activities».

Dir. (UE) 2022/2464 "che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda l'informativa sulla sostenibilità delle imprese".

La citata direttiva - che riguarda gli obblighi informativi in materia di sostenibilità e che, tra l'altro, modifica la precedente Direttiva UE 2014/95 nota anche come Direttiva NFRD (Non-Financial Reporting Directive) - estende la portata degli obblighi informativi a tutte le imprese di grandi dimensioni e alle imprese quotate, imponendo, altresì, sia l'obbligo di certificazione delle informazioni sulla sostenibilità sia uno specifico cronoprogramma per l'adempimento di tali obblighi, che, in particolare, si applicheranno:

- dal 1° gennaio 2024 alle società già soggette alla direttiva sulla rendicontazione non finanziaria;
- dal 1° gennaio 2025 alle grandi società che non sono attualmente soggette alla direttiva sulla rendicontazione non finanziaria;
- dal 1° gennaio 2026 alle PMI quotate ²⁹, agli istituti di credito di piccole dimensioni (e non com-

²⁹ La circostanza che destinatarie di detta normativa siano anche le PMI, sebbene quotate, non deve stupire: la rilevanza della disclosure delle attività delle PMI, infatti, può giustificarsi non solo in ragione dell'enorme impatto ambientale che, ut supra riportato, risulta essere ad esse riconducibile, bensì anche in ragione della frequente disattenzione da parte delle stesse in relazione al previsto adeguamento ai criteri minimi sanciti da molteplici framework usati nel contesto dell'attività di rating ESG; disattenzione questa legata, in gran parte, alla scarsa comprensione della necessità (e, anche, dell'utilità) del rispetto di detti criteri. (cfr., sul punto, l'ampia ed esaustiva Relazione, contenente rilevanti spunti di ordine applicativo della disciplina ESG, di G. ZACCHI, Responsabile ESG Strategy - BPER Banca tenuta nel corso dell'evento "Sadibaquarantasei Seminario su: La quiete dopo le tempeste? Quali scenari per il sistema bancario e finanziario", svoltosi presso il Palazzo di Varignana (BO) in data 23-24-25 marzo 2023, in www.assbb.it. Nell'appena citata Relazione viene sottolineato che, molto spesso, viene ignorato come, e attraverso quali canali, i rischi climatici ed ambientali possano tradursi in rischi finanziari stricto sensu: la Relatrice, a tale riguardo, individua tanto i rischi microeconomici relativi alle imprese ed ai privati, quanto i rischi macroeconomici. Per quanto concerne i primi, si fa espressa menzione di «Danni alla proprietà e interruzione dell'attività a causa di condizioni meteorologiche avverse • Stranded assets e investimenti a causa della transizione energetica • Cambiamento delle preferenze dei consumatori • Responsabilità legali (per mancata mitigazione o adattamento)(...) • Perdita di reddito (cambiamenti climatici e impatti sulla salute, frizioni sul mercato del lavoro) • Danni alla proprietà (condizioni meteorologiche avverse) o restrizioni (politiche a basso contenuto di carbonio) che aumentano i costi e influenzano le valutazioni», mentre relativamente ai secondi si parla di «Deprezzamento del capitale e aumento degli investimenti • Cambiamenti nei prezzi (da cambiamenti strutturali, shock dell'offerta) • Cambiamenti nella strategia produttività (dirottamento degli investimenti verso la mitigazione e l'adattamento, maggiore avversione al rischio) • Frizioni nel mercato del lavoro (da rischi fisici e di transizione) • Cambiamenti socioeconomici (da modelli di consumo che cambiano, migrazione, conflitti) • Altri impatti sul commercio internazionale, entrate governative, spazio fiscale, produzione, tassi di interesse e tassi di cambio» (cfr. G ZACCHI, Rischio climatico e regolamentazione bancaria, cit.).

plessi) e alle imprese di assicurazione "captive".

La Direttiva, inoltre, prevede la standardizzazione del reporting non finanziario, tramite l'adozione, a partire da ottobre 2022, di parametri di misurazione ESG comuni a livello europeo, i quali - tenuto conto anche della definitiva approvazione nel dicembre 2022, da parte dell'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)³⁰ degli ESRS (European Sustainability Reporting Standard)³¹ - si inquadrano in tre livelli:

- indicatori sector-agnostic, vale a dire indicatori comuni e obbligatori per tutte le imprese, indipendentemente dal loro settore di appartenenza, che permettono la comparazione in termini di

³⁰ Secondo quanto riportato sul sito dell'EFRAG medesimo, esso «è un'associazione privata fondata nel 2001 con l'incoraggiamento della Commissione europea a servire l'interesse pubblico. L'EFRAG ha esteso la sua missione nel 2022 a seguito del nuovo ruolo assegnato all'EFRAG nella CSRD, fornendo consulenza tecnica alla Commissione europea sotto forma di progetti di standard UE per la rendicontazione della sostenibilità e/o progetti di modifica di tali standard. Le sue organizzazioni membri sono le parti interessate europee e le organizzazioni nazionali e le organizzazioni della società civile. Le attività dell'EFRAG sono organizzate in due pilastri: Un pilastro dell'informativa finanziaria: influenzare lo sviluppo dei principi IFRS da una prospettiva europea e il modo in cui contribuiscono all'efficienza dei mercati dei capitali e fornire consulenza di approvazione su (modifiche a) principi IFRS alla Commissione europea. In secondo luogo, un pilastro per la rendicontazione della sostenibilità: elaborazione di progetti di norme UE in materia di rendicontazione della sostenibilità e relative modifiche per la Commissione europea».

³¹ Per comprendere al meglio di cosa si tratti, è possibile prendere in considerazione quanto affermato dall'EFRAG sul proprio sito web, vale a dire che «Nell'aprile 2021 la Commissione europea ha adottato una proposta legislativa per una direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (CSRD) che impone alle aziende che rientrano nel suo ambito di rendicontazione utilizzando una doppia prospettiva di rilevanza in conformità con gli standard europei di rendicontazione della sostenibilità (ESRS) adottati dalla Commissione europea come atti delegati. Nell'ambito della CSRD proposta, l'EFRAG è stato nominato consulente tecnico della Commissione europea per l'elaborazione di progetti di ESRS. Ciò è stato confermato dal testo del 21 giugno risultante dal trilogico tra i colegislatori e dal testo del 10 novembre 2022 approvato dal Parlamento europeo. Le bozze di esposizione ESRS (ED) preparate dalla task force del progetto EFRAG sugli standard europei di rendicontazione della sostenibilità (EFRAG PTF-ESRS) nel periodo da giugno 2021 ad aprile 2022 sono state esposte per commenti dal 30 aprile all'8 agosto 2022. L'EFRAG SUSTAINABILITY REPORTING BOARD (EFRAG SRB), assistito dal gruppo di esperti tecnici per la rendicontazione della sostenibilità dell'EFRAG (EFRAG SR TEG), ha risposto al feedback della consultazione e ha modificato di conseguenza i dodici progetti di ESRS pubblicati oggi alla Commissione europea. La Commissione europea consulterà ora gli organi dell'UE e gli Stati membri sui progetti di norme, prima di adottare le norme definitive come atti delegati nel giugno 2023, seguito da un periodo di controllo da parte del Parlamento europeo e del Consiglio».

sostenibilità, tra imprese e settori diversi ³²;

- indicatori sector-specific, cioè indicatori specifici per i diversi settori, necessari per esaltare la rilevanza di quanto riportato ³³;
- indicatori entity-specific, idonei a riflettere la realtà del segnalante, posto che ogni ente soggetto a reporting è il risultato di una combinazione di fattori differenti da ogni altro soggetto, con

³² In base a quanto riportato dall' "ESRS 1: General principles", «Presentation of disclosures required by sector-agnostic ESRS 148. When reporting the disclosures required by sector-agnostic ESRS, the undertaking shall choose one of the following three options: a) reporting the disclosures within a single separately identifiable section of the management report; (b) aggregating the disclosures into four separately identifiable parts of the management report: iii. general information; iv. environmental information; v. social information; and vi. governance information; or (c) aggregating the disclosures required by each ESRS and reporting them as non separable blocks in identifiable parts of the management report 'on a standard-by standard basis'. 149. Option 148 (a) is the preferred option. Any undertaking that elects to apply the options laid down in paragraphs 148 (b) or (c) shall report a location table within the management report using a tabular format allowing to identify where the sector-agnostic disclosures are presented in the management report».

³³ In base a quanto riportato dall' "ESRS 1: General principles", «150. When reporting the disclosures required by sector-specific ESRS, the undertaking shall group those disclosures by cross-cutting reporting areas and, where applicable, by sustainability sub-topics and report them alongside the relevant sector-agnostic disclosures».

rischi e opportunità specifici³⁴.

Va segnalata, infine, la individuazione, da parte dell'ESG European Institute, di 22 fattori³⁵ ricorrenti all'interno dei framework più utilizzati, con l'obiettivo di proporre l'inserimento all'interno del livello

34 In base a quanto riportato dall' "ESRS 1: General principles", «19. For material impacts, risks and opportunities not covered by topical Standards and therefore not mandated, the undertaking shall develop disclosures (entity-specific disclosures). They shall meet the characteristics of information quality: relevance, faithful representation, comparability, verifiability and understandability (see chapter 2.1 Characteristics of information quality). 20. The undertaking shall comply with the principles set under paragraphs 6, 7, 16 and 18 for material entity-specific disclosures. 21. When developing its entity-specific disclosures the undertaking shall pay attention to the following: (a) at entity-specific level comparability between undertakings may be limited. However available and relevant references, frameworks, initiatives, reporting standards and benchmarks shall be considered to provide elements of comparability to the maximum extent possible; (b) comparability over time is a key aspect of comparability. Consequently, consistency of methodologies and disclosures is a key comparability factor and changes in methodologies or disclosures shall be duly explained and justified; and (c) no meaningful aspect/angle of an identified entity-specific material impact, risk or opportunity shall be omitted. This may include disclosing, as applicable, relevant information in relation to strategy, governance, policies, targets, actions and action plans, resources and/or metrics. In this regard guidance can be found by comparing the information required under ESRS addressing similar sustainability matters. Disclosures shall follow, when applicable, the definitions mandated by chapter 3 Disclosure Principles on implementation. 22. The undertaking shall scrutinise the capacity of any metric or indicator to provide valuable insight to the users of reporting: (a) performance metrics shall provide relevant indications as to the likelihood that the undertaking's practices are reducing negative outcomes and increasing positive outcomes for people and the environment; (b) in the case of quantitative metrics, due consideration shall be given to whether the issue at hand can reasonably be measured by the undertaking without an excessive amount of conjecture and unknowns that would render it too arbitrary to be of value; and (c) due consideration shall also be given to (i) the extent to which an indicator can be relied upon for insight absent contextual information to enable its interpretation and (ii) the extent to which variations in such contextual information mean that a quantitative indicator does not provide for comparability over time. 23. When developing entity-specific disclosures the undertaking shall: (a) determine them based on its materiality assessment of its impacts, risks and opportunities and the matters covered by ESRS requirements; (b) provide information on how its strategy and business model, as well as its governance, relate to those material entity-specific impacts, risks and opportunities and present this information in accordance with ESRS 2, together with those that are sector-agnostic and sector-specific; (c) provide information on its policies, targets, action plans, and resources that relate to those material entity-specific impacts, risks and opportunities in accordance with the disclosure principles of chapter 3.2 Reference principles for implementation of policies, targets, actions, action plans and resources of this [draft] Standard; and (d) design appropriate disclosures for them to measure performance considering the concepts of paragraph 18. (...) 151. Where the undertaking shall develop material entity-specific disclosures in accordance with chapter 1.5 Developing entity-specific disclosures, it shall exercise judgment and report those disclosures alongside the most relevant sector-agnostic and sector-specific disclosures».

35 Environmental: 1) Impatto sulla biodiversità 2) Acqua e stress idrico 3) Emissioni atmosferiche 4) Materiali 5) Standard ambientali 6) Uso di energia rinnovabile 7) Rifiuti e materiali pericolosi ; Social : 1) Salute e sicurezza 2) Condizioni lavorative 3) Anticorruzione 4) Diritti umani 5) Sviluppo del capitale umano 6) Carriera e gestione delle risorse lavorative 7) Privacy e sicurezza dei dati 8) Coinvolgimento delle comunità 9) Diversità e inclusione ; Governance 1) Struttura del CdA 2) Politiche retributive 3) Sicurezza legata al prodotto 4) Audit e controlli interni 5) Diritti degli azionisti 6. Proprietà e controlli

sector-agonistic.

4.1. Segue: Il ruolo delle Autorità Nazionali ed Europee

Non sfugge, dunque, la rilevanza della tematica dei rischi ambientali e in particolare, del rating ESG, con riguardo, in via generale, a qualunque settore di applicazione e, a fortiori, nel quadro delle attività bancarie e finanziarie. Ne sono una dimostrazione le molteplici dichiarazioni rese, in tale ultimo ambito, dalle principali autorità di vigilanza di settore, sia nazionali, sia europee (BCE, EBA, ESAMA e BANCA D'ITALIA). La BCE, per di più, ha inserito il rischio ambientale tra le priorità di vigilanza per il triennio 2022/2024, segnalando «la visione della BCE in merito a una gestione sicura e prudente dei rischi climatici e ambientali nell'ambito del quadro prudenziale vigente, (e) descrivendo le sue aspettative riguardo a come gli enti dovrebbero tenere conto di tali rischi (quali fattori determinanti per le categorie di rischi preesistenti) nella formulazione e attuazione delle strategie aziendali e dei sistemi di governance e di gestione dei rischi»³⁶; la stessa sottolinea, inoltre, che «gli enti dovrebbero accrescere

³⁶ “Guida sui rischi climatici e ambientali – Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa”, novembre 2020.

la propria trasparenza rafforzando l'informativa sugli aspetti climatici e ambientali»³⁷. In tale contesto s'inserisce il Documento BCE pubblicato in data 23 gennaio 2023³⁸ e denominato "Verso indicatori statistici legati al clima" destinato «a supportare l'analisi delle questioni legate al clima per il settore finanziario» e, anche, a «facilitare un dibattito pubblico e di consentire un aperto scambio di opinioni

³⁷ Ibidem. Nel citato documento la BCE evidenzia che «Le aspettative definite nella presente guida sono intese come base per il dialogo di vigilanza della BCE con gli enti significativi sottoposti alla sua vigilanza diretta. Il documento, elaborato congiuntamente dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti (ANC), si prefigge di illustrare con maggiore trasparenza la visione della BCE in merito a una gestione solida, efficace e completa dei rischi climatici e ambientali nonché la relativa informativa nell'ambito del quadro prudenziale vigente. Si propone inoltre di sensibilizzare il settore e di promuoverne la preparazione a gestire i rischi climatici e ambientali»; aspettative, queste, che sono poi enunciate dalla stessa come segue: «1) Ci si attende che gli enti comprendano l'impatto dei rischi climatici e ambientali per il contesto in cui operano nel breve, medio e lungo periodo, in modo da poter assumere decisioni informate sul piano strategico e imprenditoriale. 2) Nella definizione e attuazione della strategia aziendale, ci si attende che gli enti integrino i rischi climatici e ambientali aventi un impatto per il contesto in cui operano a breve, medio o lungo termine. 3) L'organo di amministrazione dovrebbe tenere conto dei rischi climatici e ambientali nell'elaborazione della strategia aziendale complessiva dell'ente, dei suoi obiettivi di business e del sistema di gestione dei rischi e condurre una supervisione efficace sui rischi climatici e ambientali. 4) Ci si attende che gli enti includano esplicitamente i rischi climatici e ambientali nel quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio. 5) Gli enti dovrebbero affidare le competenze per la gestione dei rischi climatici e ambientali all'interno della struttura organizzativa applicando il modello basato sulle tre linee di difesa. 6) Ai fini della reportistica interna, i dati sui rischi aggregati segnalati dagli enti dovrebbero rifletterne le esposizioni ai rischi climatici e ambientali, in modo da consentire all'organo di amministrazione e ai comitati endoconsiliari pertinenti di assumere decisioni informate. 7) Ci si attende che gli enti integrino i rischi climatici e ambientali quali fattori determinanti per le categorie di rischio preesistenti all'interno dei sistemi di gestione dei rischi esistenti, ai fini della loro gestione e del loro monitoraggio su un orizzonte temporale sufficientemente lungo nonché in vista del regolare riesame dei relativi presidi. Gli enti dovrebbero individuare e quantificare tali rischi nel quadro del proprio processo complessivo finalizzato ad assicurare l'adeguatezza patrimoniale. 8) Nella gestione del rischio di credito, ci si attende che gli enti tengano conto dei rischi climatici e ambientali in tutte le fasi pertinenti del processo di concessione e che ne effettuino il monitoraggio all'interno dei propri portafogli. 9) Gli enti dovrebbero considerare il possibile impatto avverso di eventi climatici sulla continuità operativa, nonché la misura in cui la natura delle attività svolte possa accrescere i rischi reputazionali e/o di responsabilità legale. 10) Ci si attende che gli enti monitorino, nel continuo, gli effetti dei fattori climatici e ambientali sulle proprie posizioni correnti esposte al rischio di mercato nonché sugli investimenti futuri ed elaborino prove di stress che tengano conto dei rischi climatici e ambientali. 11) Gli enti che presentano rischi climatici e ambientali rilevanti dovrebbero valutare l'adeguatezza delle proprie prove di stress nella prospettiva di integrare tali rischi negli scenari di base e avversi. 12) Ci si attende che gli enti valutino se rischi climatici e ambientali rilevanti possano determinare deflussi di cassa netti o intaccare le riserve di liquidità e che, in tale evenienza, tengano conto di questi fattori nel quadro della gestione del rischio di liquidità e della calibrazione delle riserve di liquidità. 13) Ai fini delle informative regolamentari, gli enti dovrebbero pubblicare informazioni significative e metriche fondamentali sui rischi climatici e ambientali che ritengono rilevanti».

³⁸ Sul tema si segnala, per i profili di vigilanza in esso contenuti, C. DI MAIO (Team Lead Directorate General Specialized Institutions and LSIs), "Rischio climatico e regolamentazione bancaria", in Sadibaquarantasei Seminario su: La quiete dopo le tempeste? Quali scenari per il sistema bancario e finanziario, 23-24-25 marzo 2023, in www.assbb.it.

(anche sugli aspetti metodologici) con la comunità dei ricercatori e gli altri stakeholder su come ottenere ulteriori progressi verso la derivazione di indicatori statistici».

La BCE in tale Documento individua, in particolare, tre macrocategorie di indicatori:

- indicatori sperimentali di finanza sostenibile;
- indicatori analitici sulle emissioni di carbonio;
- indicatori analitici sui rischi fisici.

Per quanto concerne i primi (indicatori di finanza sostenibile), essi «forniscono una panoramica dell'emissione e della detenzione di strumenti di debito con caratteristiche di sostenibilità da parte dei residenti nell'area dell'euro. Questi indicatori forniscono informazioni sui proventi raccolti per finanziare progetti sostenibili e quindi la transizione verso un'economia a zero emissioni. Questi dati dovrebbero portare trasparenza al mercato e sono rilevanti per l'inclusione delle considerazioni sul cambiamento climatico nella progettazione e nell'attuazione della politica monetaria della BCE, nonché nell'analisi della stabilità economica e finanziaria. Questo set di dati è già piuttosto completo ed è pubblicato in via sperimentale. I limiti rimanenti sono dovuti principalmente alla mancanza di definizioni armonizzate e accettate a livello internazionale di alcuni concetti».

Tali indicatori concernono:

- le emissioni di titoli di debito sostenibili, i quali, a mente del Documento, «sono rilasciati per area di emittenti al valore nominale e di mercato. La ripartizione per classificazione di sostenibilità (verde, sociale, di sostenibilità e legata alla sostenibilità) è disponibile solo per l'area dell'euro e l'UE nel suo complesso. La ripartizione per settore di emissione e per singolo Paese dell'area dell'euro è disponibile solo per i green bond; lo stesso vale per le emissioni nette (transazioni finanziarie), che sono disponibili solo per l'area dell'euro. I titoli sono considerati conformi ai criteri di sostenibilità se etichettati come tali dall'emittente (cioè si accetta un livello di garanzia debole). I nuovi aggregati sono disponibili con frequenza mensile circa dieci giorni lavorativi dopo la fine del periodo di riferimento (t+10)»;
- la detenzione di titoli di debito sostenibili, i quali, sempre a mente del Documento, «comprendono una ripartizione per classificazione di sostenibilità per l'aggregato dell'area dell'euro (al valore nominale e di mercato), compresa una ripartizione per area della controparte emittente (area

dell'euro, UE, resto del mondo). Le disaggregazioni per settore di detenzione e per singolo Paese dell'area dell'euro sono disponibili solo per i green bond; lo stesso vale per le transazioni finanziarie, che sono disponibili solo per l'area dell'euro. In linea con gli indicatori sulle emissioni, si accetta un livello di garanzia debole. I nuovi aggregati saranno diffusi con frequenza trimestrale a circa t+2 mesi».

Relativamente agli indicatori analitici sulle emissioni di carbonio, la BCE precisa che essi «forniscono informazioni sull'intensità di carbonio dei portafogli titoli e prestiti di tali istituzioni finanziarie e contribuiscono quindi a valutare il ruolo del settore nel finanziamento della transizione verso un'economia a zero emissioni e i rischi correlati. Gli indicatori forniscono informazioni sull'esposizione delle banche nei confronti di controparti con un'elevata dipendenza da modelli di business ad alta intensità di emissioni di carbonio. Queste informazioni sono importanti per valutare i rischi di transizione nel contesto della politica monetaria, della stabilità finanziaria e della vigilanza bancaria. Tuttavia, il set di dati sottostante presenta notevoli limiti, soprattutto in termini di copertura, poiché è stato compilato utilizzando informazioni relative solo a un sottoinsieme delle esposizioni totali in prestiti e titoli nell'area dell'euro. Inoltre, i dati soffrono di incoerenze intertemporali, poiché i tassi di copertura, e quindi la composizione del campione, variano nel tempo e i valori nominali non sono corretti per gli effetti dei prezzi e dei tassi di cambio. Di conseguenza, gli indicatori devono essere interpretati con cautela e considerati come un lavoro in corso e di natura analitica».

Tali indicatori si suddividono in:

- indicatori sul finanziamento delle attività ad alta intensità di carbonio, i quali «mirano a fornire informazioni sul modo in cui il settore finanziario contribuisce al finanziamento delle attività economiche ad alta emissione. A tal fine, si esamina la quantità (quota) delle emissioni totali di carbonio delle imprese non finanziarie che possono essere collegate alle istituzioni finanziarie in base all'insieme di titoli e portafogli di prestiti identificabili. I seguenti indicatori sul finanziamento delle attività ad alta intensità di carbonio possono essere utilizzati per valutare l'evoluzione delle emissioni dei debitori/emittenti nel tempo prima (e in preparazione) della transizione verso un'economia a zero emissioni»;
- indicatori sull'esposizione ai rischi di transizione, i quali sono «derivanti dall'esposizione dei portafogli di prestiti e titoli ad attività economiche con rischi elevati (emissioni). Va notato che, in questa fase, tutti gli indicatori rilevano solo le attività ad alta intensità di emissioni dei debitori/

emittenti stessi e non rilevano i rischi derivanti da modelli di business basati su prodotti intermedi ad alta intensità di emissioni (cioè le emissioni generate lungo la catena del valore). L'esposizione viene valutata cogliendo l'importo relativo del finanziamento delle attività economiche che potrebbero essere interessate dalla transizione a zero emissioni. A differenza degli indicatori relativi al finanziamento di attività ad alta intensità di carbonio, questi indicatori utilizzano il valore del portafoglio dei creditori come variabile di standardizzazione, ossia assumono la prospettiva dell'investitore. Pertanto, sebbene le metriche non possano essere intese come misure di rischio di per sé, servono come metriche di esposizione che possono informare le valutazioni del rischio».

Infine, per quanto concerne gli indicatori analitici sui rischi fisici, essi sono «utilizzati per quantificare i rischi fisici dovrebbero coprire il maggior numero possibile di rischi naturali acuti. Il presente rapporto si concentra su un sottoinsieme di rischi selezionati sulla base (i) dell'importanza storica dei rischi in Europa (ad esempio, dal 1980 al 2020 circa il 77% di tutti i costi dei danni nell'UE28 sono stati causati da eventi meteorologici e idrologici) o delle previsioni future (ad esempio, si prevede che i danni da stress idrico e da incendi selvaggi aumenteranno nei prossimi decenni), e (ii) della qualità di base dei dati su tali pericoli. Alcuni rischi, come le ondate di calore, che hanno un effetto più indiretto sulla salute umana, non sono ancora inclusi in questa serie di indicatori».

Tali indicatori concernono:

- la «(e)sposizione normalizzata al rischio (NEAR): la percentuale del portafoglio a rischio dove l'esposizione di ciascun debitore/emittente è ponderata per un indice di rischio finanziario. Questo rapporto mette in relazione le perdite annue attese (EAL) con misure di performance finanziaria (ricavi) o di dimensione aziendale (totale attivo). L'EAL fornisce una stima del rischio che si basa esplicitamente su danni monetari e consente aggregazioni tra i rischi, cosa che non avviene per gli indicatori di punteggio. Allo stato attuale, la qualità e la disponibilità dei dati sottostanti non sono sempre sufficienti per calcolare indicatori basati sull'EAL per tutti i pericoli. Tuttavia, sono disponibili indicatori basati sull'EAL per le inondazioni costiere, le inondazioni fluviali e le tempeste di vento»;
- la «(e)sposizione potenziale al rischio (PEAR): la percentuale del portafoglio esposta ai rischi fisici, basata sull'esposizione finanziaria totale per tutte le entità che hanno un punteggio di rischio superiore a zero (si veda il punto 3 per la scala di rischio). Il PEAR offre un valore potenziale

(“massimo”) a integrazione del valore specifico fornito da NEAR. Gli indicatori basati sulle esposizioni totali sono facili da interpretare e meno impegnativi da calcolare, in quanto per il loro calcolo non sono necessari i dati di vulnerabilità (analogamente ai punteggi di rischio riportati di seguito»;

- i «Punteggi di rischio (RS): integrano il PEAR suddividendo le esposizioni in categorie di livello di rischio e indicano la percentuale del portafoglio associata a una specifica classe di rischio da 0 (nessun rischio) a 5 (rischio molto elevato). I punteggi a livello di capogruppo (quando più entità appartengono allo stesso gruppo) sono calcolati utilizzando medie semplici».

L’Autorità Bancaria Europea (EBA), dal canto suo, afferma che «The EBA has received several mandates to assess how to include Environmental, Social and Governance (ESG) risks into the three pillars of the banking prudential framework. This report assesses their potential inclusion in Pillar 2 by providing common definitions of ESG risks, elaborating on the arrangements, processes, mechanisms and strategies to be implemented by credit institutions and investment firms (institutions) to identify, assess and manage ESG risks, and recommending how ESG risks should be included in the supervisory review and evaluation performed by competent authorities. The report focuses on the resilience of institutions to the potential financial impact of ESG risks across different time horizons, which needs to be carefully assessed and ensured by institutions and supervisors by taking a comprehensive and forward- looking view, as well as early, proactive actions»³⁹; e questo in quanto «ESG risks to institutions are defined as risks that stem from the current or prospective impacts of ESG factors on their counterparties or invested assets, i.e. the risks arising from the core activities of institutions. ESG risks materialise through the traditional categories of financial risks (credit risk, market risk, operational and reputational risks, liquidity and funding risks). Various methods for the assessment of ESG risks exist in the market and these are rapidly evolving. The EBA has identified three different approaches: (i) portfolio alignment method, (ii) risk framework method (including scenario analysis) and (iii) exposure method. These approaches serve the objectives of assessing the alignment of institutions’ portfolios with global or regional sustainability goals or of offering insights into the risk caused by exposures to (including investments in) certain activities. The EBA does not prescribe the use of one particular approach and sees merit in the application of a combination of approaches»⁴⁰.

³⁹ EBA REPORT ON MANAGEMENT AND SUPERVISION OF ESG RISKS FOR CREDIT INSTITUTIONS AND INVESTMENT FIRMS” (EBA/REP/2021/18, pubblicato il 23 giugno 2021).

⁴⁰ Ibidem

Sul mercato esistono vari metodi, in rapida evoluzione, per la valutazione dei rischi ESG. L'EBA, al riguardo, ha individuato tre diversi approcci:

- metodo di allineamento del portafoglio;
- metodo del quadro di rischio (compresa l'analisi di scenario);
- metodo di esposizione.

I predetti approcci perseguono, tutti, l'obiettivo di valutare l'allineamento dei portafogli delle istituzioni con gli obiettivi di sostenibilità globali o regionali o di offrire informazioni sul rischio causato dalle esposizioni (inclusi gli investimenti) in determinate attività. L'EBA non prescrive l'uso di un approccio particolare, preferendo segnalare l'opportunità che si applichino una combinazione di approcci.

Oltre a ciò, è interessante osservare anche quanto indicato dall'EBA negli "Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti - EBA/GL/2020/06", adottati il 29 maggio 2020, e cioè che «(g) li enti dovrebbero incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico. Gli enti dovrebbero tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari, e in particolare del potenziale impatto dei fattori ambientali e del cambiamento climatico, nella loro propensione al rischio di credito e nelle politiche e procedure ad esso relative. I rischi del cambiamento climatico per le performance finanziarie dei clienti possono materializzarsi principalmente sotto forma di rischi fisici, come quelli che derivano dagli effetti tangibili del cambiamento climatico, compresi i rischi di responsabilità civile per aver contribuito al cambiamento climatico stesso, o i rischi di transizione, ad esempio quelli che derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resistente ai cambiamenti climatici. Inoltre, possono verificarsi altri rischi, quali cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori e rischi legali, che potrebbero influire sull'andamento delle attività sottostanti».

Occorre altresì sottolineare che l'EBA ha, nel mese di dicembre 2022, pubblicato la propria road map, con la quale, nel delineare gli obiettivi e il calendario per l'esecuzione dei mandati e dei compiti rientranti nel perimetro ESG, illustra i programmi della propria attività nei tre anni a venire, con l'obiettivo di integrare le tematiche sui rischi ESG nel quadro bancario e sostenere gli sforzi dell'UE per la realizzazione della transizione verso un'economia più sostenibile. La road map, nel quadro di taluni obiettivi

⁴¹, prevede, nell'arco temporale 2023-2025 e secondo un definito cronoprogramma ⁴², l'emanazione di diversi provvedimenti.

Proseguendo, in ambito UE, va segnalata la lettera ESMA 30-379-423, datata 28 gennaio 2021, dell'allora suo Presidente alla Commissione Europea in cui si precisa quanto segue. «I would like to address the unregulated and unsupervised nature of the market for "ESG" ratings and ESG assessment tools and the need to match the growth in demand for these products with appropriate regulatory requirements to ensure their quality and reliability. (...) In many ways, the increased relevance of ESG ratings has arisen as a result of positive developments in other areas of legislative attention, particularly the requirement for market participants to take more systematically ESG factors into account in their investment decisions and risk management processes. (...) Compared with credit ratings, ESG ratings display very low levels of correlation across providers, leading to issues down the investment value chain. ESMA's forthcoming analysis shows indeed that this is problematic in the context of ESG benchmark construction, with the choice of ESG rating provider significantly impacting the constituents of those indices. Considering current growth trends in Europe in sustainable investing and passive investment products such as ETFs, measures aiming to reduce the risk of capital misallocation will become crucial to facilitate the transition to a more sustainable financial system. Similarly, the fact that companies in highly polluting industries can obtain high environmental scores from some ESG rating providers can lead to investor confusion and highlights the need for greater transparency and the development of standardised definitions».

41 Gli obiettivi chiave individuati dalla Road map sono: a) Trasparenza e divulgazione da raggiungere attraverso la facilitazione degli accessi alle informazioni ed alla promozione di una specifica disciplina regolatoria di mercato; b) Integrazione dei fattori ESG all'interno delle attività di gestione e supervisione del rischio; c) Perseguimento di un trattamento prudenziale delle esposizioni individuando i possibili miglioramenti; d) Miglioramento e rafforzamento delle infrastrutture attraverso Stress-testing; e) Introduzione di certificazioni e standard quanto più univoci possibile; f) Lotta senza quartiere al fenomeno del Green-washing; g) Integrazione delle relazioni di segnalazione di supervisione con fattori ESG; h) Monitoraggio rischi ESG e finanza sostenibile.

42 2023: a) Supporto all'implementazione RTS su ESG; b) Informazioni per la cartolarizzazione STS; c) Revisione dell'RTS sull'informativa di sostenibilità-principi indicatori di impatto negativo; d) CP sulle linee guida per la Gestione rischi ESG; e) Relazione finale sul trattamento prudenziale delle esposizioni elettroniche; f) PC su GL su prove di stress degli istituti; g) Consulenza su mutui e prestiti verdi; h) Consulenza sul Greenwashing - relazione sui progressi compiuti; i) Sviluppo del quadro di monitoraggio dei rischi ESG e della finanza sostenibile. 2024: a) Revisione degli ITS sul terzo pilastro ESG informazioni prudenziali; b) Supporto per l'implementazione dei requisiti di divulgazione; c) GL finale sull'ESG risk management; d) Terza Revisione SREPGL; e) Esercitazione congiunta ed Orientamenti finali sugli Stress test degli istituti; f) Consulenza sul Greenwashing- Relazione finale. 2025: a) Preparazione ed avvio di Stress test climatici regolari; b) GL sugli Stress test ESG di vigilanza; b) Raccolta ad hoc di dati quantitativi P3; c) Preparazione e lancio di una regolare supervisione delle segnalazioni ESG.

Nel solco di tali orientamenti si è mossa anche la Banca d'Italia, la quale, in data 8 aprile 2022, ha pubblicato il Documento recante “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali” (nel prosieguo anche il “Documento”), nel quale sono contenute, in sintesi, indicazioni, per gli intermediari bancari e finanziari vigilati, relativamente all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei sistemi di governo e controllo, nel modello di business, nella strategia aziendale, nel sistema organizzativo e nei processi operativi, nel sistema di gestione dei rischi e nell'informativa al mercato.

L'Organo di Vigilanza - dopo aver preliminarmente osservato che «(u)n modello di crescita sostenibile si basa sulla piena integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (Environment, Social e Governance - ESG)» e che «(q)uesta innovazione del paradigma della crescita economica tradizionale, ormai al centro dell'agenda politica internazionale, può favorire un progresso di lungo termine, resiliente agli shock esterni, ed è dunque essenziale per poter gestire le trasformazioni che la società e il sistema economico si troveranno a fronteggiare nei prossimi anni: gli effetti del cambiamento climatico e delle politiche di decarbonizzazione; il degrado degli ecosistemi e la perdita di biodiversità; la precarietà e la carenza di sicurezza sul mercato del lavoro; i rischi legati a una bassa inclusione sociale e a una crescita delle disuguaglianze» - afferma che «(l)a trasformazione in atto presenta dunque nuove opportunità, così come nuovi rischi, per il settore finanziario»; di qui, proseguendo, rileva che è «(...) importante che gli operatori predispongano idonei presidi e sviluppino adeguate prassi per identificare, misurare, monitorare e mitigare tali rischi (enfasi nostra), continuando a garantire il necessario accesso al credito e assistendo le aziende impegnate nel lungo e complesso processo di transizione con nuova finanza e adeguati servizi di consulenza (...); «(...) (a)ltrettanto importante è la capacità di comunicare adegua-

tamente l'integrazione dei rischi climatici e ambientali nel proprio modello strategico e operativo»⁴³.

43 In data 10.1.2023 la Banca d'Italia ha pubblicato una nota informativa recante "Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di intermediari finanziari non bancari", documento che, come si evince già dall'intitolazione, riporta i risultati delle analisi condotte circa il grado di effettivo adeguamento degli intermediari bancari e finanziari alle aspettative di cui supra, conseguente alla compilazione, da parte degli stessi, di alcuni questionari. Segnatamente la Banca d'Italia rileva che dall'indagine sono emersi plurimi profili di criticità, dichiarando che «In tema di modello di business e strategia, sono emerse aree di debolezza nella valutazione di come i rischi ambientali e climatici possano influenzare il contesto competitivo e normativo nel quale ciascuna azienda opera. La maggioranza degli intermediari si è limitata a ricondurre il tema della sostenibilità del business model alla presenza, nella propria offerta commerciale, di prodotti proposti come "green" o "socialmente responsabili". Scarsa è risultata l'attenzione al conseguimento di misurabili obiettivi di sostenibilità della strategia aziendale e al monitoraggio di specifici indicatori di performance, individuati solo da un numero ridotto di operatori. Al riguardo, considerato che l'analisi del contesto di mercato e delle variabili che lo compongono è cruciale ai fini di una corretta definizione della strategia, si richiama l'attenzione degli intermediari sulla necessità di effettuare un'approfondita e oggettiva valutazione della materialità dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali e di comprendere come questa possa influire sul modello imprenditoriale adottato. (...) Con riguardo alla governance e al sistema organizzativo, è emerso un grado di rispondenza alle aspettative differenziato. Se per una larga parte di soggetti il tema della sostenibilità è all'attenzione dei vertici aziendali, si evidenzia comunque una quota non trascurabile di società in cui il grado di coinvolgimento degli organi di governance è solo parziale o, in taluni casi, addirittura nullo. In particolare, sono emerse aree di debolezza legate alla scarsa presenza negli organi amministrativi di competenze sui temi climatici e ambientali e a un insufficiente sistema di reporting. Le aspettative di vigilanza richiedono all'organo di amministrazione un ruolo attivo e consapevole in tema di rischi climatici e ambientali e presuppongono, in generale, l'arricchimento dei consessi con professionalità dotate di specifiche competenze sulle tematiche ESG. (...) Sotto il profilo organizzativo - in modo coerente e proporzionato alle valutazioni formulate sulla materialità dei rischi climatici e ambientali - si rappresenta l'esigenza di rafforzare l'impegno degli organi di vertice nell'individuare le modifiche da apportare agli assetti organizzativi e ai processi operativi. Andranno valutati, in particolare, i seguenti aspetti: i) la creazione e/o l'adeguamento di strutture aziendali dedicate al tema della sostenibilità ambientale; ii) il rafforzamento del coinvolgimento delle funzioni di controllo nel presidio dei rischi ESG; iii) l'integrazione dei sistemi informativi e la creazione di una base dati che fornisca gli elementi necessari a valutare l'esposizione ai rischi climatici e ambientali. In merito al sistema di gestione dei rischi, si evidenzia la necessità che gli intermediari accelerino gli sforzi per allinearsi alle aspettative, sviluppando un'adeguata azione delle funzioni di controllo. Un problema molto diffuso è riconducibile alla difficile reperibilità di dati affidabili e utili alla misurazione dei rischi; la qualità delle informazioni raccolte principalmente da providers esterni risulta inoltre non adeguatamente valutata, alla luce delle carenti strategie di governo dei dati e di una insufficiente integrazione degli stessi nei sistemi informativi aziendali». Per quanto concerne le auspicabili prospettive future, la Banca d'Italia, nella medesima nota informativa, espone le proprie indicazioni sugli attesi comportamenti da parte degli intermediari finanziari, volto a concretamente realizzare un sistema di servizi di investimenti realmente sostenibile, incentrato sulla prevenzione dei rischi climatici. Relativamente al modello di business ed alla strategia aziendale, il Documento afferma che «Al riguardo, considerato che l'analisi del contesto di mercato e delle variabili che lo compongono è cruciale ai fini di una corretta definizione della strategia, si richiama l'attenzione degli intermediari sulla necessità di effettuare un'approfondita e oggettiva valutazione della materialità dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali e di comprendere come questa possa influire sul modello imprenditoriale adottato. Nel processo di valutazione gli intermediari dovrebbero il più possibile affiancare metriche quantitative alle valutazioni di tipo qualitativo. Gli esiti di tali valutazioni, adeguatamente formalizzati, sono funzionali alla definizione di organiche strategie aziendali (o alla revisione di quelle esistenti) che non si limitino alla mera integrazione, in chiave green, dell'offerta commerciale. È opportuno che gli intermediari che in-

Infine, volendo ribadire nuovamente la strettissima connessione esistente tra il perseguimento dei

-tendano integrare obiettivi di lotta al cambiamento climatico/ambientale nel loro modello di business traducano tale impegno in target di sostenibilità misurabili. La corretta definizione delle strategie è condizione essenziale per consentire il puntuale monitoraggio circa l'effettivo grado di conseguimento degli obiettivi, da effettuare attraverso specifici indicatori di performance ambientale e climatica definiti in funzione dei diversi business model adottati». Per ciò che concerne, poi, la governance ed il sistema organizzativo il Documento dichiara che «Anche in quest'ottica è auspicabile un maggiore impegno da parte degli intermediari nell'utilizzo della leva formativa: attesa la complessità delle materie e la loro continua evoluzione - in termini sia di conoscenze scientifiche sia di quadro normativo - l'attività di formazione dovrà essere strutturata e ricorrente e non limitata a iniziative sporadiche. Un corretto presidio delle tematiche ESG richiede inoltre che siano definiti e formalizzati ruoli e responsabilità all'interno dell'organo amministrativo e/o dei comitati endoconsiliari e che sia assicurato un sistema di reporting efficace dotato di una adeguata periodicità. Andrà infine rafforzata - anche attraverso l'individuazione di specifici parametri - la capacità delle politiche di remunerazione di promuovere comportamenti volti al raggiungimento degli obiettivi ESG. Sotto il profilo organizzativo - in modo coerente e proporzionato alle valutazioni formulate sulla materialità dei rischi climatici e ambientali - si rappresenta l'esigenza di rafforzare l'impegno degli organi di vertice nell'individuare le modifiche da apportare agli assetti organizzativi e ai processi operativi. Andranno valutati, in particolare, i seguenti aspetti: i) la creazione e/o l'adeguamento di strutture aziendali dedicate al tema della sostenibilità ambientale; ii) il rafforzamento del coinvolgimento delle funzioni di controllo nel presidio dei rischi ESG; iii) l'integrazione dei sistemi informativi e la creazione di una base dati che fornisca gli elementi necessari a valutare l'esposizione ai rischi climatici e ambientali», mentre per quanto relativo al sistema di gestione dei rischi «Le aspettative di vigilanza chiedono la realizzazione di una sistematica integrazione dei rischi di sostenibilità nel sistema di risk management aziendale. A tale scopo è necessario che gli intermediari completino la mappatura degli eventi di rischio che potrebbero manifestarsi in relazione a fattori climatici e ambientali e ne valutino la materialità e le implicazioni di natura prudenziale. Una volta individuata la mappa completa di tali rischi, andrà determinata l'esposizione considerata accettabile, definendo un adeguato sistema di limiti e di indicatori di rischio integrando, ove presente, il Risk Appetite Framework. Gli intermediari sono invitati a concentrare l'attenzione sull'elaborazione di coerenti sistemi di monitoraggio e di reporting, quest'ultimo destinato anche ai vertici aziendali. A tale scopo, occorre intensificare la ricerca di dati di buona qualità e l'attivazione di robusti sistemi di governo dei dati; si sottolinea, ad esempio, che l'eventuale ricorso a data provider esterni e a sistemi di rating non proprietari deve essere accompagnato dagli opportuni presidi - in termini di trasparenza delle fonti, aggiornamento dei dati, robustezza dei metodi di stima e adeguata validazione da parte delle funzioni aziendali competenti - volti a tutelare l'accuratezza delle informazioni utilizzate. Gli intermediari sono chiamati a procedere con maggiore decisione nell'integrazione dei rischi in discorso nei processi del credito - da rendere sempre più coerenti con i principi fissati in materia dall'EBA (cfr. EBA/GL/2020/06) - e nelle strategie di investimento. Le società che gestiscono portafogli titoli (propri o di terzi) dovranno rafforzare la capacità di misurare non solo il grado di "sostenibilità" degli investimenti, ma anche il possibile impatto sul pricing di eventi avversi legati al materializzarsi di rischi climatici/ambientali. In tale contesto, maggiore attenzione andrà anche rivolta alla realizzazione di interventi che migliorino il presidio dei rischi di liquidità e di quelli operativi (legali, di reputazione e connessi con l'adeguatezza dei sistemi informativi)». Il Documento conclude precisando quanto segue. «Dall'analisi è emerso che, nella maggior parte dei casi, sono stati previsti interventi di rafforzamento dei presidi organizzativi, per lo più concentrati nelle strutture di vertice delle aziende. Tali iniziative tuttavia non sono risultate del tutto coerenti con i risultati dell'autovalutazione; la generale consapevolezza sulla necessità di interventi di adeguamento non si è infatti ancora tradotta in programmi sufficientemente definiti e articolati. Alla luce di ciò, si chiede pertanto a tutti gli intermediari di predisporre un "Piano di azione" che: (i) individui gli specifici interventi che si intende porre in essere per colmare le lacune identificate; (ii) specifichi le priorità e i tempi necessari al completamento delle diverse iniziative, in considerazione dell'intensità di esposizione ai rischi e in funzione della dimensione e complessità dell'operatività aziendale; (iii) tenga conto degli elementi di debolezza e delle esigenze di miglioramento emerse dai questionari di autovalutazione sopra rappresentate. Il Piano, approvato dal Consiglio di Amministrazione, andrà trasmesso a questo Istituto, insieme alla valutazione del Collegio sindacale, entro il 31.3.2023 e sarà considerato nel processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) che la Banca d'Italia svolge annualmente con riguardo a tutti gli intermediari vigilati».

criteri ESG (e, per loro tramite, della sostenibilità) da un lato, e l'armonizzazione dei sistemi di rating in materia ESG dall'altro, è importante evidenziare quanto dichiarato dalla Commissione Europea in sede di adozione del già menzionato "Sustainable Finance Package" (cfr., supra, sub nota 28), latore di innovazioni non solo in ragione delle previste modifiche al Reg. UE 2020/852, bensì anche per via della predisposizione del "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Transparency and Integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities", avente ad oggetto una proposta di Regolamento Europeo in materia di attività connesse al rating ESG. Segnatamente, sul sito web della Commissione Europea, è possibile apprendere - in linea con quanto fin qui sostenuto e cioè che il rating rappresenta un imprescindibile veicolo di corretto sviluppo dei fattori ESG - che «ESG ratings play an important role in the EU sustainable finance market as they provide information to investors and financial institutions regarding, for example, investment strategies and risk management on ESG factors. Today, the ESG ratings market currently suffers from a lack of transparency and the Commission is proposing a Regulation to improve the reliability and transparency of ESG ratings activities. New organisational principles and clear rules on the prevention of conflicts of interest will increase the integrity of the operations of ESG rating providers. These new rules will enable investors to make better informed decisions regarding sustainable investments. Moreover, the proposal will require that ESG rating providers offering services to investors and companies in the EU be authorised and supervised by the European Securities and Markets Authority (ESMA). This will also ensure the quality and reliability of their services to protect investors and ensure market integrity».

5. La tematica, del tutto trasversale, della primazia del diritto dell'Unione sul diritto nazionale

Il ruolo trainante ed insostituibile dell'Unione Europea nelle materie qui in esame (transizione energetica e, più in generale, fattori e criteri ESG), è legato all'indiscutibile, sebbene non formalizzato nei Trattati europei, principio del primato del diritto europeo sulle leggi nazionali (c.d. "Primauté"); principio, questo, che tuttavia non deve essere ritenuto totalizzante e, per ciò stesso, idoneo a scardinare i principi ordinamentali degli Stati membri. A tale riguardo occorre richiamare la c.d. "teoria dei controlimiti", la quale postula una vera e propria intangibilità, financo ad opera della normativa sostanzial-

mente "costituzionale"⁴⁴ eurounitaria, dei principi supremi dell'ordinamento costituzionale di uno Stato membro; teoria, questa, che trova giustificazione nella indiscutibile necessità di garantire la più ferrea salvaguardia di quei diritti e valori identificativi dell'ordinamento costituzionale nazionale⁴⁵.

Relativamente alla teoria suesposta è possibile riscontrare, da un lato, una frequente affermazione in linea generale ed astratta ad opera delle Corti Costituzionali degli Stati membri, dall'altro, una rarissima applicazione della stessa: ad oggi si è assistito a sole due contestazioni del diritto eurounitario, e sono i casi rappresentati dalla sentenza della Corte Costituzionale Polacca del 7 ottobre 2021⁴⁶ e dalla sentenza della Corte Costituzionale Tedesca del 5 maggio 2020⁴⁷ in merito alla legittimità del Piano di acquisti di titoli di debito pubblico (PSPP) da parte della Bce.

Una possibile applicazione della teoria dei controlimiti in ambito italiano si è paventata, recentemente,

44 È necessario ricordare che l'Unione Europea non è dotata di una costituzione *stricto sensu*, atteso il fallimento, in termini politici, del progetto di creazione della stessa, riconducibile alla posizione contraria assunta, in tale progetto, da Francia e Paesi Bassi nel 2005, con successivo abbandono da parte del Consiglio Europeo nel 2007. L'assenza di una costituzione in senso proprio non impedisce tuttavia di evidenziare come i valori riconosciuti all'interno dei Trattati e della Carta di Nizza siano investiti di un ruolo di primaria rilevanza, ravvisandosi in essi un rango sostanzialmente costituzionale.

45 Sul tema risulta di grande interesse riportare quanto dichiarato dalla Consulta con la sent. 21.4.1989, n. 232, all'interno della quale si legge «Vero è che l'ordinamento comunitario - come questa Corte ha riconosciuto nelle sentenze sopra ricordate ed in altre numerose - prevede un ampio ed efficace sistema di tutela giurisdizionale dei diritti e degli interessi dei singoli, di cui il ricorso incidentale alla Corte di Giustizia ex art. 177 del Trattato C.E.E. costituisce lo strumento più importante; ed è non meno vero che i diritti fondamentali desumibili dai principi comuni agli ordinamenti degli Stati membri costituiscono, secondo la giurisprudenza della Corte delle Comunità europee, parte integrante ed essenziale dell'ordinamento comunitario. Ma ciò non significa che possa venir meno la competenza di questa Corte a verificare, attraverso il controllo di costituzionalità della legge di esecuzione, se una qualsiasi norma del Trattato, così come essa è interpretata ed applicata dalle istituzioni e dagli organi comunitari, non venga in contrasto con i principi fondamentali del nostro ordinamento costituzionale o non attenti ai diritti inalienabili della persona umana. In buona sostanza, quel che è sommamente improbabile è pur sempre possibile; inoltre, va tenuto conto che almeno in linea teorica generale non potrebbe affermarsi con certezza che tutti i principi fondamentali del nostro ordinamento costituzionale si ritrovino fra i principi comuni agli ordinamenti degli Stati membri e quindi siano compresi nell'ordinamento comunitario».

46 Cfr. M.R. Donnarumma, *Intégration européenne et sauvegarde de l'identité nationale dans la jurisprudence de la Cour de justice et des Cour constitutionnelles*, in *Revue française de droit constitutionnel*, 2010, n. 84, pp. 719 ss..

47 Cfr. DIANA-URANIA-GALETTA, *Karlsruhe über alles? Il ragionamento sul principio di proporzionalità nella pronuncia del 5 maggio 2020 del BVerfG tedesco e le sue conseguenze*, in *Federalismi*, n. 14 del 13.5.2020

a causa della vicenda “Taricco”⁴⁸, la quale, tuttavia, si è conclusa, evitando dannose posizioni di contra-

48 La controversia ha origine nell'ambito di un processo penale in cui venivano contestati plurimi reati in materia di IVA commessi da una società italiana, attraverso le cc.dd. “frodi carosello” [id est: meccanismi di frode fiscale relativi all'Iva, realizzati mediante l'utilizzo di società cc.dd. cartiere (vale a dire di società che vengono interposte all'interno di una regolare transazione commerciale tra un cedente ed un cessionario, solitamente appartenenti a diversi Stati UE, di cui uno dei due è un'impresa italiana)], finalizzati a realizzare un guadagno tramite un fittizio diritto a detrarre l'Iva sugli acquisti intra-europei. Nel corso dello svolgimento del citato processo penale, il Tribunale di Cuneo, nel constatare che il reato si sarebbe sicuramente prescritto prima dell'emanazione della sentenza facendo sì che gli accusati godessero dell'impunità per la prevista prescrizione, con ordinanza del 17.1.2014, solleva questione pregiudiziale alla CGUE chiedendo se le disposizioni interne in materia di prescrizione fossero lesive delle norme dei trattati in materia di tutela della concorrenza nel mercato europeo (artt. 101 e 107 TFUE) nonché delle disposizioni di cui all'art. 119 TFUE (posto a tutela del mantenimento di “prezzi stabili, finanze pubbliche e condizioni monetarie sane nonché bilancia dei pagamenti sostenibile”). In tale contesto si poneva, altresì, la questione della conformità delle disposizioni interne all'art. 325, paragrafo 2, del TFUE, secondo il quale «(g)li Stati membri adottano, per combattere contro la frode che lede gli interessi finanziari dell'Unione, le stesse misure che adottano per combattere contro la frode che lede i loro interessi finanziari». La CGUE, con la sentenza della Grande sezione dell'8.9.2015, n.105 (C-105/14), afferma che «(u)na normativa nazionale in materia di prescrizione del reato come quella stabilita dal combinato disposto dell'articolo 160, ultimo comma, del codice penale, come modificato dalla legge 5 dicembre 2005, n. 251, e dell'articolo 161 di tale codice [...] idonea a pregiudicare gli obblighi imposti agli Stati membri dall'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE nell'ipotesi in cui detta normativa nazionale impedisca di infliggere sanzioni effettive e dissuasive in un numero considerevole di casi di frode grave che ledono gli interessi finanziari dell'Unione europea, o in cui preveda, per i casi di frode che ledono gli interessi finanziari dello Stato membro interessato, termini di prescrizione più lunghi di quelli previsti per i casi di frode che ledono gli interessi finanziari dell'Unione europea, circostanze che spetta al giudice nazionale verificare. Il giudice nazionale è tenuto a dare piena efficacia all'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE disapplicando, all'occorrenza, le disposizioni nazionali che abbiano per effetto di impedire allo Stato membro interessato di rispettare gli obblighi impostigli dall'articolo 325, paragrafi 1 e 2, TFUE». Con ord. del 26.1.2017, la Consulta, rilevando nella pronuncia della CGUE una possibile fonte di lesione dei diritti fondamentali della persona costituzionalmente garantiti, formula, in via pregiudiziale, un'istanza di interpretazione dell'art. 325, paragrafi 1 e 2, TFUE, chiedendo se il giudice debba dare piena applicazione all'art. 325 TFUE, disapplicando le norme interne, anche quando ciò «sia privo di una base legale sufficientemente determinata», «quando nell'ordinamento dello Stato membro la prescrizione è parte del diritto penale sostanziale e soggetta al principio di legalità», e quando «tale omessa applicazione sia in contrasto con i principi supremi dell'ordine costituzionale dello Stato membro o con i diritti inalienabili della persona riconosciuti dalla Costituzione dello Stato membro». La Corte sottolinea che, ove l'art. 325 TFUE dovesse essere così applicato, si assisterebbe ad un vulnus del principio dell'irretroattività della legge penale, previsto ai sensi dell'art. 25, comma 2, Cost., rendendo così necessaria l'applicazione dei controlli. La Consulta afferma, nella circostanza, che «(i) riconoscimento del primato del diritto dell'Unione è un dato acquisito nella giurisprudenza di questa Corte, ai sensi dell'art. 11 Cost.; questa stessa giurisprudenza ha altresì costantemente affermato che l'osservanza dei principi supremi dell'ordine costituzionale italiano e dei diritti inalienabili della persona è condizione perché il diritto dell'Unione possa essere applicato in Italia. Qualora si verificasse il caso, sommamente improbabile, che in specifiche ipotesi normative tale osservanza venga meno, sarebbe necessario dichiarare l'illegittimità costituzionale della legge nazionale che ha autorizzato la ratifica e resi esecutivi i Trattati, per la sola parte in cui essa consente che quell'ipotesi normativa si realizzi». Posta dinanzi a tali considerazioni di ordine costituzionale nazionale, la CGUE, con Sentenza della Grande Sezione del 5.12.2017, n.42 (C-42/17), ha ritenuto di offrire una lettura dell'art. 325, paragrafi 1 e 2, TFUE, prevedendo che tale disapplicazione debba trovare spazio «a meno che una disapplicazione siffatta comporti una violazione del principio di legalità dei reati e delle pene a causa dell'insufficiente determinatezza della legge applicabile, o dell'applicazione retroattiva di una normativa che impone un regime di punibilità più severo di quello vigente al momento della commissione del reato».

sto, con un costruttivo dialogo tra la Consulta e la CGUE.

Ad affermare il principio cardine della “Primauté è stata la Corte di Giustizia con la nota sentenza del 15 luglio 1964 – Flaminia Costa contro E.N.E.L [Sentenza della Corte del 15 luglio 1964, Flaminio Costa contro E.N.E.L., Causa 6-64 (edizione speciale inglese: 1964 00585)], in cui:

- l’allora Corte di giustizia europea (attualmente Corte di giustizia dell’Unione europea (CGUE) ebbe a confermare il primato del diritto della Comunità economica europea (CEE) [ora Unione europea (Unione)] rispetto alle leggi nazionali degli Stati membri dell’Unione;
- venne stabilito un principio generale del diritto della Comunità (ora Unione), secondo cui il primato, chiamato anche “preminenza” o “supremazia” del diritto dell’Unione, garantisce la propria superiorità rispetto alle leggi nazionali degli Stati membri;
- si affermò, infine, che il principio del primato è garanzia di protezione uniforme dei cittadini in tutta l’Unione.

Nel corso di una pronuncia pregiudiziale relativa al trattato CEE [(ora Trattato sull’Unione europea e Trattato sul funzionamento dell’Unione europea del 13 dicembre 2007 – versione consolidata (GU C 202 del 7.6.2016, pag. 47)], la Corte ebbe ad affermare quanto segue:

- in opposizione ai trattati internazionali ordinari, il trattato CEE ha istituito un sistema giudiziario europeo che costituisce parte integrante dei sistemi giudiziari degli Stati membri e che li vincola;
- con l’istituzione della CEE, gli Stati membri hanno trasferito i diritti e gli obblighi derivanti dal trattato dal loro ordinamento giuridico nazionale a quello della CEE, limitando la loro sovranità e creando un corpus normativo vincolante per se stessi e i loro cittadini;
- conseguentemente, gli Stati membri non possono adottare leggi nazionali in contrasto con il diritto dell’Unione senza rimettere in discussione la base giuridica dell’Unione stessa; il diritto dell’Unione prevale sulle leggi nazionali.

Unitamente alla sentenza in parola, sono da segnalare sentenze a questa precedenti e successive.

Nel 1963, con sentenza del 5 febbraio, relativa alla causa C-26/62 (c.d. Sentenza Van Gend & Loos la

Corte di giustizia aveva già stabilito un principio generale parimenti importante e integrativo del diritto dell'Unione, ovvero il principio dell'efficacia diretta.

La Corte chiari, in seguito, l'ambito di applicazione del principio del primato nella propria giurisprudenza,

- applicandosi essa a tutti gli atti dell'Unione in modo giuridicamente vincolante, laddove si tratti di diritto primario (quali, i Trattati), di diritto derivato (direttive, regolamenti, decisioni, ecc.) o di giurisprudenza della CGUE.
- Condiziona tutti gli atti nazionali:
 - a prescindere dalla loro natura (atti, regolamenti, decisioni, ordinanze, circolari, ecc.) o se sono emanati dai poteri esecutivi o legislativi di uno Stato membro;
 - persino se la loro adozione sia avvenuta dopo l'atto dell'Unione in questione [(Amministrazione delle Finanze contro Simmenthal SpA, 1978) Sentenza della Corte del 9 marzo 1978, Amministrazione delle Finanze dello Stato contro Simmenthal SpA. Domanda di pronuncia pregiudiziale: Pretura di Susa – Italia. Disapplicazione da parte del giudice nazionale di una legge in contrasto col diritto comunitario. Causa 106/77 (raccolta della giurisprudenza 1978 00629)];
 - comprese le disposizioni di una costituzione nazionale in contraddizione con il diritto dell'Unione [(Internationale Handelsgesellschaft mbH contro Einfuhr- und Vorratsstelle für Getreide und Futtermittel, 1970 e Wünsche Handelsgesellschaft contro la Germania, 1984, note rispettivamente come le sentenze Solange I e Solange II) Sentenza della Corte del 17 dicembre 1970, Internationale Handelsgesellschaft mbH contro Einfuhr- und Vorratsstelle für Getreide und Futtermittel. Domanda di pronuncia pregiudiziale: Verwaltungsgericht Frankfurt am Main – Germania. Causa 11-70 (raccolta della giurisprudenza 1970 01125)].

Sul tema si riscontra, in ambito italiano, una florida giurisprudenza da parte della Consulta.

Il primo caso in cui la Corte Costituzionale viene in contatto con il tema in esame si ha con la sent. 24 febbraio 1964, n. 14, con la quale si contesta la primazia del diritto comunitario su quello nazionale.

Tale orientamento muta già con le sentenze 18 dicembre 1973, n. 183 e 22 ottobre 1975, n. 232, con le quali, non solo si afferma la c.d. "Primauté" della norma comunitaria (attestando così quella "Diretta

applicabilità” che tanto è cara al diritto europeo), ma si censura direttamente la disciplina interna incompatibile con la illegittimità costituzionale.

Tuttavia, la pietra miliare per la conquista, da parte del diritto comunitario, del ruolo centrale che riveste oggi, è rappresentata dalla sent. 5 giugno 1984 n. 170, per mezzo della quale viene concepita l’automatica “disapplicazione della norma interna contrastante” ad opera del giudice comune, vale a dire che, in presenza di un atto normativo europeo dotato di diretta applicabilità, la disciplina nazionale non viene né annullata né tantomeno abrogata, bensì solo relegata ad uno stato limbo in cui non produce effetti giuridici nel caso di specie, potendoli però esprimere in altri contesti, rimanendo a tutti gli effetti una norma valida: condizione essenziale affinché ciò possa verificarsi è che sussista una « impossibilità di pervenire, da parte del giudice nazionale, a un’interpretazione delle disposizioni interne che sia conforme alle prescrizioni del diritto dell’Unione» .

Una precisazione terminologica a tale orientamento viene poi apportata dalla sentenza dell’8 aprile 1991, n. 168, nella quale si afferma come sia preferibile parlare di “non applicazione” piuttosto che di “disapplicazione”.

Nonostante la presenza di plurime altre decisioni della Consulta sul tema, si ritiene utile concludere questo rapido excursus storico con la sentenza del 2 aprile 2012, n. 86, con la quale viene riconosciuto un ruolo fondamentale al nuovo art. 117, comma 1, Cost. (così come riscritto dalla c.d. “Riforma del Titolo V”), quale parametro normativo da utilizzare laddove si debbano censurare, ritenendole illegittime, le norme interne contrastanti con gli atti eurounitari privi di diretta applicabilità (tra cui, è bene ricordare, rientrano anche i Trattati Istitutivi).

Occorre, in ultima istanza, effettuare una precisazione: nonostante la strada maestra percorsa nei confronti della normativa interna contrastante con gli atti eurounitari direttamente applicabili sia la “non applicazione”, nulla vieta che la Consulta possa espungere la norma interna dall’ordinamento, ritenendola in violazione del parametro costituzionale rappresentato dagli artt. 11 e 117, comma 1, Cost.

In una dichiarazione relativa al primato - allegata all’atto finale della Conferenza intergovernativa che ha adottato il Trattato sul funzionamento dell’Unione europea [Conferenza intergovernativa che ha adottato il trattato di Lisbona firmato il 13 dicembre 2007; A. Dichiarazioni relative a disposizioni dei trattati; 17. Dichiarazione relativa al primato (GU C 115 del 9.5.2008, pag. 344)] - la Conferenza:

- ribadisce il principio del primato del diritto dell’Unione rispetto al diritto nazionale;

- evidenzia il suo essere una pietra miliare del diritto dell'UE indipendentemente dal fatto che non sia incluso nel trattato.

6. Conclusioni

Alla luce di quanto fin qui illustrato ed argomentato, è, anzitutto, evidente che la tematica ESG e la correlata transizione energetica - già oggi all'attenzione della comunità internazionale - riguardando il futuro del pianeta, continueranno ad accompagnarci anche negli anni a venire; per l'indiscutibile loro centralità, in quanto tematiche aventi impatto su un ampio ventaglio di potenziali aree di interesse applicativo, condizioneranno inevitabilmente, ancorché con un diverso grado di intensità, l'agire pubblico, commerciale e personale della comunità globale.

Le questioni e le iniziative trattate in queste brevi riflessioni, d'altro canto, evidenziano l'assoluta centralità di dette tematiche, tale da richiedere, come già ampiamente accaduto (e continuerà ad accadere), un ampio spiegamento di mezzi, specie normativi, sia europei sia nazionali. Ne sono testimonianza: con riguardo alle iniziative poste in essere in ambito nazionale, la significativa modifica degli art. 9, comma 3, e 41, comma 2, della Carta Costituzionale e la stessa previsione, quale principale strumento organizzativo-funzionale di sviluppo in ambito ESG, del Ministero per la Transizione Ecologica (già "Ministero dell'ambiente e della tutela del territorio e del mare" ed oggi "Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica"); e, con riguardo al quadro sovranazionale, le rilevanti, molteplici iniziative legislative da parte dell'Unione Europea, a cui deve riconoscersi il merito di avere svolto - anche in ragione della primazia del diritto dell'Unione sul diritto nazionale - un ruolo determinante nel quadro ESG e della correlata transizione energetica, intesa, quest'ultima, quale obiettivo strumentale al raggiungimento della piena sostenibilità [si ricordi, a tale ultimo proposito, quanto sancito (tra le altre) dalle importanti direttive 2009/28/CE (RED I) e 2018/2001 (RED II) e si ricordino, anche, le numerose iniziative e attività, poste in essere dall'UE, finalizzate al potenziamento della filiera di produzione energetica rinnovabile, tra le quali sono da annoverare le disponibilità finanziarie stanziata a sostegno del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)].

Di qui la rilevanza, quale indiscutibile obiettivo, del principio di sostenibilità, capace di orientare tanto le scelte di carattere economico-politico-normativo, nazionali e sovranazionali (volendo rimanere ancorati al solo contesto europeo), quanto le scelte di carattere commerciale e finanziario, oltre che scientifiche e della società civile.

Ed è in tale contesto di pervasività del principio di sostenibilità che s'inquadrano, con l'obiettivo di ga-

rantire la più rapida ed efficace applicazione di ogni pratica virtuosa, le diverse intese internazionali sottoscritte, quali, in particolare, gli Accordi di Parigi del 2015, l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e le numerose normative sovranazionali e nazionali in argomento, così come, a seguire, i ricordati, notevoli sforzi profusi dall'Unione Europea, quale punto di riferimento istituzionale nello scacchiere internazionale, nella costante emanazione delle plurime normative di cui si è dato conto nel corso della presente, breve trattazione; in tale quadro va segnalata, in particolare, la rilevanza, per il suo forte impatto in termini di trasparenza, che assume, tra le altre, l'informativa in materia di sostenibilità - al cui adempimento sono tenute le imprese nei confronti dei consumatori/investitori - da ritenere un fattore, oltre che di tutela dello stesso consumatore/investitore, anche di sollecitazione, nei riguardi delle imprese più recalcitranti, ai fini del adeguamento delle stesse ai principi e criteri in materia di sostenibilità.

La tematica ESG, ad ulteriore conferma del suo multiforme e rilevante impatto in molte e svariate aree di interesse privato e collettivo, trova, altresì, spazio nell'imponente attività svolta dalle principali Autorità bancarie e finanziarie, tanto a livello nazionale (BANCA D'ITALIA, CONSOB e IVASS), quanto a livello europeo (EBA, EIOPA, ESMA e BCE); e ciò a testimonianza della sempre maggiore attenzione all'immagine "green" da parte, non solo delle imprese che operano nel settore della compravendita di prodotti fisici, ma anche delle imprese impegnate nella prestazione di servizi bancari e finanziari.

Gli sforzi fin qui profusi rischiano, tuttavia, di perdere la loro efficacia ove non si ponga, molto rapidamente, la necessaria attenzione, al pari di quanto accaduto sul fronte delle innumerevoli iniziative e della copiosa elaborazione normativa, alle metodologie di misurazione della sostenibilità, attesa, all'evidenza, la stretta interrelazione, diretta e/o indiretta, tra gli argomenti affrontati nelle presenti considerazioni, tutti legati da un comune fil rouge, e la tematica, anch'essa centrale, dell'istituto del "rating", assolutamente indispensabile, come si è già sopra ripetutamente precisato, per fornire, in applicazione dell'articolata disciplina (vigente e/o in divenire), un idoneo strumento di misurazione dell'effettivo livello di conformità ai fattori e criteri ESG da parte, in primo luogo, degli obbligati; effettivo livello di conformità, questo, testimoniabile solo attraverso modelli di rating che, in termini oggettivi, siano in grado di fornire indispensabili riferimenti informativi e valutativi, per un verso, in ordine al livello di compliance ESG, per altro verso, relativamente alla reale collocazione ESG, intesa quale risultante dalla comparazione, non solo tra coloro che ne abbiano fatto uso, ma anche tra coloro che siano stati oggetto, da parte di diversi operatori, di più framework di rating.

Di qui la necessità, da un lato, (i) di individuare criteri uniformi per l'assegnazione del rating ESG ed

anche, trattandosi di attività delicatissima, di attentamente selezionare coloro che, sul mercato, già operano o si accingono ad operare in tale specialistico segmento di attività; dall'altro, la(ii) insostenibilità, a fini di chiarezza informativa, dell'attuale contesto di mercato in cui coesiste un elevato numero di framework di rating ESG che, non solo introducono elementi di confusione in ordine all'effettivo status del soggetto obbligato, ma finiscono anche per favorire, attese le difficoltà legate alla loro comparazione, coloro che, strumentalmente, ricorrono a dannose pratiche di greenwashing.

Per tali ragioni va scientificamente ed istituzionalmente sostenuto il lodevole intento, condotto, come segnalato, dalle maggiori standard-setter a livello globale, di definire standard di rendicontazione ESG comuni, al fine di giungere, nel rispetto degli elementari principi di trasparenza e correttezza ed a vantaggio dell'ordinato svolgimento delle attività economiche, ad una maggiore (purché soddisfacente) armonizzazione dei framework di rating ESG, sì da favorire puntuali e corrette informazioni sull'effettivo livello di sostenibilità.

Una migliore e soddisfacente armonizzazione degli standard di rendicontazione ESG avrebbe, tuttavia, un benefico impatto anche in capo agli emittenti, trovandosi essi, allo stato, nella scomoda posizione, da un lato, di doversi districare nella difficile interpretazione della (talvolta non chiara), copiosa e ininterrotta messe di disposizioni in materia, dall'altro, di dover apprestare ogni opportuna cautela che li ripari da contestazioni potenzialmente provenienti sia dagli investitori sia dalle Autorità.

L'oggettiva difficoltà di misurazione del corretto allineamento da parte dei soggetti obbligati ai fattori ESG, sotto altro profilo, è tematica di interesse anche delle Autorità, trovandosi esse investite del difficile (e delicato) compito di presidiare, istituzionalmente ed a beneficio dell'ordinato svolgimento delle attività economiche, il puntuale rispetto, ai vari livelli, del complessivo (ed articolato) quadro normativo in materia ESG; compito di presidio, questo, che richiede improrogabilmente, anche per le Autorità, che si disponga di idonee (ed oggettive) formule di misurazione delle performance ESG.

La preoccupazione qui manifestata, in ordine alla necessità di intervenire presto e normativamente sulla tematica del rating, ha recentemente trovato conforto nelle considerazioni espresse dalla Commissione Europea, sopra richiamate (cfr., in particolare, supra sub nota 28 e sub paragrafo 4.1.), che accompagnano la pubblicazione, datata 13 giugno 2023, da parte del predetto Organo, del “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Transparency and Integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities”, avente ad oggetto una proposta di Regolamento Europeo in materia di attività connesse al rating ESG.

SOMMARIO: 1. Il fatto. - 2. Credito fondiario e credito edilizio: profili di unione. - 3. La riserva soggettiva a favore delle banche. - 4. Art. 40 t.u.b.: norma a vocazione aperta. - 5. Autonomia contrattuale e clausola risolutiva espressa. - 6. Conclusioni.

1. Il fatto

La sentenza del Tribunale di Santa Maria Capua Vetere del 23 maggio 2022 affronta una tematica non particolarmente frequentata⁰¹, ma indubbiamente interessante. Il caso di specie riguarda il mancato pagamento di cinque rate di un credito edilizio concesso dall'Inps a L.M., nonostante il contratto di mutuo all'art. 5 prevedesse la possibilità di risoluzione del contratto stesso in luogo del mancato pagamento di due rate di ammortamento nel termine di novanta giorni della relativa scadenza. Il mutuatario era stato condannato dal Tribunale di Santa Maria Capua Vetere all'immediata restituzione dell'intera linea capitale erogata, oltre interessi. L.M, a seguito, aveva presentato ricorso presso la Corte di Appello di Napoli, ma il gravame era stato rigettato: la Corte, infatti, aveva rilevato come risultasse ben evidenziata «la clausola risolutiva espressa di cui all'art. 5 del contratto di mutuo in oggetto [...] in forza della quale l'Inps ha chiesto e ottenuto la condanna di L. al pagamento dell'importo di Euro 180.984,91». Avverso questo provvedimento, il mutuatario aveva presentato ricorso per Cassazione per violazione della disposizione di cui all'art. 40, c. 2, t.u.b. Orbene, tale ricorso è stato rigettato.

Due appaiono i profili di particolare interesse della pronuncia: innanzitutto, la Cassazione afferma la specificità dell'art. 40 t.u.b., confermando l'impossibilità di estenderne l'applicazione alle prestazioni creditizie, pur di per sé rientranti nella fattispecie del credito fondiario latamente inteso, rese da soggetti diversi dalle banche; in relazione al secondo profilo, la Corte valuta la predisposizione dell'art. 5 del contratto di mutuo come rappresentativo dell'autonomia contrattuale delle parti.

2. Credito fondiario e credito edilizio: profili di unione

Venendo in dettaglio all'esame dei due nodi centrali della sentenza in commento, il primo comporta innanzitutto la disamina della qualifica soggettiva del mutuante, ovvero l'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale, ente di diritto non economico, nonché della specifica fattispecie creditizia, poiché opi-

⁰¹ Per un precedente, cfr. Cass. Civ., Sez. VI, 14 maggio 2021, n. 13077, in *dirittobancario.it*, con nota di LENTINI, *INPS e trasparenza: alla pubblica udienza l'applicabilità dell'art. 40 t.u.b. ai mutui INPS*, 18 maggio 2021.

nione comune afferma l'arduità di comprendere appieno la disciplina del credito fondiario qualora se ne ignorasse l'evoluzione⁰². La parte ricorrente chiama in causa la forma tecnica di tale credito disciplinato nel Titolo II, Capo VI, del Testo unico bancario (artt. 38 ss.): oggetto della questione è, infatti, un mutuo edilizio concesso dall'INPS, ai sensi dell'art. 1, lett. a), del d.m. Lavoro e Previdenza Sociale 28 luglio 1998, n. 463⁰³. Come noto, nell'etichetta di «credito fondiario» sono infatti da ricomprendersi, a seguito della riforma introdotta con l'avvento del t.u.b., sia le tipologie di finanziamento volte alla mobilitazione della proprietà fondiaria sia quelle con lo scopo di finanziare l'acquisto o il restauro di immobili («credito edilizio»). È opportuno sottolineare, infatti, come il credito fondiario sia visto come una *species* del credito immobiliare, là dove il credito edilizio è considerato come una *species* di quello fondiario⁰⁴. Nonostante l'attuale assimilazione, credito edilizio e credito fondiario differivano originariamente per molteplici ragioni. Da un lato, nel credito edilizio – operazione negoziale nata nella prima metà del XX secolo – la somma mutuata assumeva rilevanza giuridica invece del tutto assente nel mutuo fondiario, configurandosi ordunque alla stregua di un mutuo di scopo legale⁰⁵, essendo questo un finanziamento per immobili a destinazione prevalentemente abitativa e non di lusso⁰⁶. Dall'altro, il credito fondiario, la cui prima disciplina è contenuta nella L. 24 giugno 1866, n. 2983⁰⁷, prescindeva dall'utilizzo che il mutuatario ne potesse compiere ed era concesso appositamente a coloro che possedevano già un fondo o un immobile ed in esso ne vedevano l'unica fonte di ricchezza⁰⁸. Tali circostanze influivano sulle differenti modalità di erogazione: il credito edilizio era caratterizzato da erogazioni parziali a stato avanzamento lavori⁰⁹, mentre il credito fondiario da «cartelle fondiarie»¹⁰. Ulteriori difformità erano riscontrabili ori-

⁰² Per tutti, MOGLIE, *Credito fondiario ed edilizio*, Milano, 1982, p. 1 ss.

⁰³ INPS, *Regolamento per l'erogazione di mutui ipotecari agli iscritti alla gestione unitaria delle prestazioni creditizie e sociali*, art.1.

⁰⁴ TARDIVO, *Il credito fondiario nella nuova legge bancaria*, Milano, 2003, p. 21.

⁰⁵ Fra gli altri, FRAGALI, *Il mutuo di scopo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1961, I, p. 471; MAZZAMUTO, *Mutuo di scopo*, in *Enc. Giur.*, XX, Roma, 1993; RISPOLI FARINA, *Mutuo di scopo*, in *Tratt. Rescigno*, XII, Torino, 1985, p. 692 e RISPOLI FARINA, voce *Mutuo di scopo*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., XI, Torino, 1994, p. 559 ss.

⁰⁶ R.d.l. 2 maggio 1920, n. 698, e successivamente L. 6 giugno 1991, n. 175.

⁰⁷ Successivamente riorganizzato nel t.u. 16 luglio 1905, n. 646 e dal relativo regolamento di attuazione r.d. 5 maggio 1910, n. 472.

⁰⁸ RISPOLI FARINA, *Le operazioni bancarie per l'acquisto della proprietà*, in *Innovazione e diritto*, 2015, n. 6, p. 145 ss.

⁰⁹ Inizialmente si prevedeva l'emissione di cartelle «edilizie»; soltanto con la l. 29 luglio 1949, n. 474 si ammise, al fine di rendere compatibile l'operazione con le erogazioni del finanziamento a stati di avanzamento dei lavori, che la stessa potesse perfezionarsi anche attraverso l'erogazione di denaro.

¹⁰ Alcuni parlavano all'epoca anche di mutuo di titoli: così GRECO, *Le operazioni di banca*, Padova, 1930, p. 413.

ginariamente nel limite dell'importo concedibile: 50 per cento del valore cauzionale dell'immobile nel credito fondiario¹¹; 75 per cento del costo della costruzione da realizzare nel credito edilizio compresa l'area necessaria alla realizzazione, elevabile al 90 per cento laddove l'operazione finanziata comportasse opere di ricostruzione^{12,13}. Ulteriori profili di specialità riguardavano i soggetti erogatori: fu solamente con la ormai abrogata l. n. 474/1949 che agli istituti di credito fondiario fu consentito di attuare operazioni di credito edilizio¹⁴. Successivamente, il d.lgs. n. 481/1992, in attuazione della direttiva 89/646/CEE, abilitò tutte le banche a effettuare operazioni attive di credito speciale secondo la disciplina propria di ciascuna di esse, anche con riferimento a misure fiscali e tariffe. Con l'entrata in vigore del Testo unico bancario, la disciplina del credito fondiario e edilizio venne unificata sotto l'unica denominazione di credito fondiario: dalla relazione illustrativa al provvedimento¹⁵ pare desumersi che il nuovo credito fondiario debba sostituire sia il vecchio credito fondiario che quello edilizio nelle particolari operazioni che la disciplina di entrambi prevedeva, salve le modifiche introdotte dalla nuova legge. Tuttavia, il riferimento al «costo delle opere da eseguire» ex art. 38, c. 2, t.u.b. sui beni oggetto di ipoteca consentirebbe l'individuazione di una categoria di operazioni sostanzialmente assimilabili¹⁶ a quelle comprese nella nozione di «credito edilizio» ex art. 9 l. n. 175/1991, avvalorando la tesi per cui tale credito sia una *species* del credito fondiario^{17,18}. In antitesi, parte della dottrina nega l'autonoma rilevanza della categoria del «credito edilizio», ritenendo che questo sia stato assorbito nella nozione di credito fondiario¹⁹. Trascendendo la valenza di entrambe le teorie, la disciplina applicabile è comune

¹¹ Art. 2 D.P.R. 21 gennaio 1976, n. 7. Il limite era in precedenza del 50% (l. n. 474/1949, cit.).

¹² Art. 23 D.P.R. n. 7/1976, cit..

¹³ Soglie poi modificate con la l. 6 giugno 1991, n. 175.

¹⁴ Art. 3 l. n. 474/1949: «Gli Istituti autorizzati all'esercizio del credito fondiario possono, in aggiunta alle operazioni previste dal decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato 10 aprile 1947, n. 261, concedere, con le modalità di cui al presente decreto ed in deroga alle vigenti disposizioni legislative e statutarie, anche mutui destinati alla costruzione, ricostruzione, riparazione, trasformazione e sopra elevazione di edifici ad uso prevalente di abitazione non di lusso».

¹⁵ Per il testo della Relazione Illustrativa, v. ABI, *Norme essenziali per la banca*, Roma, 1993, pp. 13 e 89.

¹⁶ RISPOLI FARINA, voce *Mutuo di scopo*, in *Digesto disc. priv.*, Sez. civ., XI, Torino, 1994, p. 574 ss.

¹⁷ In tal senso assumerebbe rilievo legale la destinazione del prestito: si veda, Trib. Nola, 24 febbraio 2009, in *Foro it.*, 2009, I, c. 2243, che considera nullo il contratto di mutuo con cui si prevede che il finanziamento erogato da una banca qualora risulti che le parti non abbiano inteso perseguire la finalità apparentemente convenuta.

¹⁸ A tal proposito, è d'obbligo ricordare, anche se pare che l'iniziativa non abbia avuto più seguito, un progetto di direttiva, risalente al 1987, sul credito fondiario, orientata a dare rilievo legale alle finalità dei finanziamenti fondiari.

¹⁹ BONFATTI, *L'accertamento del passivo nelle procedure concorsuali: i crediti pignorati e ipotecari*, in BONFATTI - FALCONE (a cura di), *Procedure concorsuali e problemi della prassi*, Milano, 1997, p. 37.

ed è quella dettata dagli artt. 38-40 t.u.b.

3. La riserva soggettiva a favore delle banche

Nonostante, l'individuazione del *genus*, la previsione di cui all'art. 38, c. 1, t.u.b. impedirebbe l'applicazione di tale disciplina al caso in esame: l'esercizio del credito fondiario è riservato infatti alle sole banche, escludendo gli intermediari finanziari, i quali possono tuttavia svolgere operazioni di credito garantite da ipoteca ai sensi del Codice civile senza però godere dei privilegi previsti per il credito fondiario. È risaputo che l'attività di erogazione del credito, unitamente alla raccolta del risparmio presso il pubblico, costituisce il c.d. "binomio" nel quale si palesa l'attività tipica svolta dalle banche e che tale riserva soggettiva sussiste qualora le attività vengano svolte congiuntamente, come evidenziato dalla congiunzione «e» cui ricorre l'art. 10, c. 1, t.u.b.²⁰. Inoltre, pur essendo l'esercizio del credito momento attivo dell'operare bancario, ex art. 106, c. 1, t.u.b.²¹ esso è esteso, sotto qualsiasi forma, anche agli intermediari finanziari iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, al quale tuttavia l'INPS non è iscritto.

L'erogazione di prestazioni creditizie ai dipendenti pubblici in servizio e in pensione avviene mediante il Fondo della Gestione Unitaria delle prestazioni creditizie e sociali, istituito dall'art. 37 del D.P.R. 29 dicembre 1973, n. 1032 e dall'art. 1, c. 242, della c.d. legge finanziaria per il 1997 23 dicembre 1996, n. 662. Il rinvio, contenuto all'interno dell'art. 44 del D.P.R. n. 1032/1973, alle disposizioni del testo unico approvato con D.P.R. 5 gennaio 1950, n. 180 e successive modificazioni ed integrazioni, e al relativo regolamento approvato con D.P.R. 28 luglio 1950, n. 895, conferma quanto già esposto. Sul punto, l'art. 15 del suddetto testo unico riserva infatti la concessione di prestiti ai dipendenti delle Pubbliche Amministrazioni solamente «..agli istituti di credito e di previdenza costituiti fra impiegati e salariati delle pubbliche amministrazioni, l'Istituto nazionale delle assicurazioni, le società di assicurazioni legalmente esercenti, gli istituti e le società esercenti il credito, escluse quelle costituite in nome collettivo e in accomandita semplice, le casse di risparmio e i monti di credito su pegno». Pertanto, nel caso in cui il

²⁰ L'assunto del testo, come noto, è ormai pacifico da decenni, tanto più dopo l'avvento del Testo unico bancario: per tutti, cfr. DESIDERIO, *Le attività connesse e strumentali esercitate dalle banche*, in URBANI (a cura di), *L'attività delle banche*², Padova, 2020, pp. 493 ss.; URBANI, *Banca, attività bancaria, attività delle banche*, ivi, pp. 15 ss.; CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 10*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*⁴, Padova, 2018, p. 111 ss.

²¹ Art. 106, c. 1, t.u.b.: «1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.»

credito venga erogato da istituti e società esercenti il credito, casse di risparmio²² e i monti di credito su pegno²³, risulterebbe applicabile la disciplina riservata al credito fondiario. Nonostante il processo di "despecializzazione", avviato nel 1990 con la legge n. 218 di riforma della banca pubblica, il profilo della riserva soggettiva a favore degli istituti bancari conserva, tuttavia, ancora un certo grado di specialità, quantomeno istituzionale, ancorato al previgente sistema delle cartelle fondiarie²⁴. Né la presumibile maggiore solvibilità degli istituti bancari rispetto ad altri intermediari finanziari²⁵, né la tutela costituzionale del risparmio (art. 47 Cost.), appaiono validi elementi giustificativi di tale scelta²⁶. Tendenze più recenti confermano, infatti, profili sempre più comuni fra enti bancari e finanziari, ancor più a seguito della riforma della disciplina degli "intermediari del titolo V" introdotta dal d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, che ha unificato gli intermediari finanziari non bancari sotto il profilo della sottoposizione alla vigilanza della Banca d'Italia, e all'autorizzazione da parte di quest'ultima della relativa attività, avvicinando ulteriormente, pertanto, intermediari finanziari e banche²⁷. Se ne può quindi desumere che il vincolo soggettivo nell'erogazione del credito fondiario impedisce l'applicazione della disciplina dello stesso al

22 Si ricordi peraltro che con la Legge delega 30 luglio 1990, n. 218, le Casse di risparmio furono incentivate a conferire l'azienda bancaria a una nuova apposita entità giuridica avente forma di società per azioni, assumendo la diversa qualificazione di «ente conferente» (successivamente qualificato come «fondazione») al quale furono assegnate le finalità di interesse pubblico e di utilità sociale previste negli statuti delle originarie Casse di Risparmio. L'attuale configurazione delle Casse di Risparmio Spa è pertanto quella di società commerciali private, disciplinate dal Codice civile e dalle specifiche norme che regolamentano l'attività bancaria, al pari delle altre banche.

23 Nel 1936, i monti di credito su pegno erano stati suddivisi in due categorie (art. 1, r.d. 14 giugno 1923, n. 1936) in base all'ammontare rilevante (prima categoria) o meno (seconda categoria) dei depositi fruttiferi. Successivamente, quelli di prima categoria sono stati assoggettati alla stessa disciplina delle Casse di Risparmio e quelli di seconda, ex art. 152 t.u.b., sono stati invitati alla trasformazione dell'oggetto dell'attività o all'estinzione volontaria. Sul punto v. GUGNONI, *Dai Monti di Pietà e le Casse di Risparmio alle Fondazioni Bancarie: evoluzione e profili di riforma*, in *Giust. amm.*, 2006, p. 1096 ss.

24 Il sistema delle cartelle fondiarie era basato sulla costruzione di un rapporto giuridico economico perfetto tra operazioni attive (emissione delle cartelle) e passive (prestiti ipotecari), cioè tra quantità e qualità delle condizioni delle operazioni di provvista e quantità e qualità delle operazioni di credito. L'operazione negoziale si componeva, inoltre, di due atti distinti: un mutuo condizionato, stipulato non appena si avesse la certezza della convenienza dell'operazione con cui l'istituto poteva iscrivere l'ipoteca e si impegnava ad erogare il mutuo al verificarsi delle condizioni presenti nel contratto preliminare; e il mutuo definitivo, stipulato a seguito della dichiarazione di ammissibilità delle cartelle fondiarie.

25 ORIANI, *Espropriazione singolare per credito fondiario*, in *Corr. giur.*, 1995, p. 370 ss., il quale scriveva peraltro in un momento nel quale non tutti gli intermediari finanziari di cui al Titolo V del t.u.b. erano annoverabili tra i soggetti vigilati.

26 RISPOLI FARINA, *Nozione di credito fondiario*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico in materia bancaria e creditizia*, cit. p. 581 ss.

27 FALCONE, *op. cit.*, p. 257 ss.

caso di specie²⁸.

Inoltre, il limite di finanziabilità, nella fattispecie pari al massimo al 100% del valore delle unità immobiliari come previsto dal Regolamento per l'erogazione di mutui ipotecari, supera quello previsto per il mutuo fondiario, pari all'80%²⁹, facendo decadere purchessia la possibilità di usufruire di tale peculiare disciplina in via generale; resta tuttavia valutabile nel singolo caso il limite previsto.

4. Art. 40 t.u.b.: norma a vocazione aperta

Nonostante la riserva soggettiva non sembri consentire l'applicazione della disciplina dei crediti fondiari al caso di specie, è doveroso valutare la natura dell'art. 40 t.u.b., quale norma di ispirazione aperta o limitata ai solo crediti speciali rientranti nella definizione. Diversi fattori ne indicherebbero una vocazione aperta: fra tutti, il riferimento *ex art. 120-quinquiesdecies* in tema di credito immobiliare ai consumatori, dove l'intera disciplina è caratterizzata da una protezione più marcata della figura del mutuatario e dove sembra doversi ritenere applicabile la disciplina degli artt. 38 ss. t.u.b. solo qualora non in contrasto con il Capo I *bis* t.u.b.³⁰.

Per giunta, l'INPS non risulta estraneo alle prescrizioni normative contenute nel Testo unico: espresso richiamo ai finanziamenti concessi, fra gli altri, dagli «enti di previdenza obbligatoria ai loro iscritti» è contenuto nelle previsioni di cui agli artt. 120 *ter*, c. 2, 120 *quater*, c. 9, nonché 40 *bis*, c. 6, t.u.b. I profili dell'attività di erogazione, gestione e recupero del credito, oggettivamente non dissimili da quelli posti in essere dalle comuni imprese bancarie, risultano oltremodo attestarsi su cifre consistenti³¹. L'applicazione dell'art. 40 t.u.b. sarebbe allora sollecitata anche sulla base dei principi di ordine costituzionale: da quello della tutela della concorrenzialità del mercato, come ricavabile dall'art. 41, c. 1, Cost., nonché da quello della parità di trattamento tra situazioni tra loro oggettivamente non diverse, di cui all'art. 3, c. 2, Cost.

28 Inoltre, Cass. Civ., 12 novembre 2014, n. 24038, in *Diritto & Giustizia*, 2014, stabilisce che «la natura fondiaria di un credito non è subordinata all'esclusivo scopo acquisitivo di un immobile, assistito da garanzia ipotecaria necessariamente *id primo grado*». Si tenga presente anche Cass., 12 settembre 2014, n. 19282, in www.dirittobancario.it.

29 Ai sensi della delibera CICR 22 aprile 1995, tutt'oggi in vigore.

30 VISCONTI, *La disciplina del credito immobiliare ai consumatori introdotta nel T.U.B. dal D.Lgs. n. 72/2016*, in *Contr.*, 2016, p. 490.

31 Secondo rilevazioni ISTAT, il numero di dipendenti pubblici in Italia, e dunque con possibilità di accedere a tali forme di credito, è pari a 3,5 milioni.

5. Autonomia contrattuale e clausola risolutiva espressa

Alla luce della clausola contrattuale di cui si è dato in conto in apertura, nella vicenda che ci occupa il secondo aspetto meritevole di attenzione è inerente all'autonomia contrattuale fra le parti, valore fondamentale di libertà, ma al contempo di responsabilità. L'art. 1456 c.c. consente alle parti, nell'esercizio della propria autonomia, di prefissare in anticipo le ipotesi che conducono alla risoluzione del contratto, la cui disciplina è riservata dall'art. 1453 c.c. ai contratti a prestazioni corrispettive e costituisce il paradigma di riferimento della categoria di matrice dottrinale dei contratti sinallagmatici³²: di qui l'immediata riferibilità ad ogni contratto di scambio. Sebbene l'art. 1453 c.c. parli di obbligazioni, non possono ritenersi esclusi infatti i contratti ad effetti reali, non fosse altro perché tali contratti producono comunque delle obbligazioni per il venditore come per l'acquirente, sicché l'inadempimento a tali obbligazioni attrae anche questi contratti nella sfera della disciplina in esame³³. Come accennato, nel caso specifico il contratto, all'art. 5, prevedeva una clausola risolutiva espressa tale per cui il mancato pagamento di due rate di ammortamento nel termine di novanta giorni dalla relativa scadenza avrebbe comportato la risoluzione del contratto stesso ai sensi dell'art. 1456 c.c.

Analizzando la disciplina del credito fondiario e quella del credito immobiliare ai consumatori, emerge come il legislatore abbia voluto garantire al mutuatario-risparmiatore una forma di tutela maggiore rispetto a quanto concesso nel contratto in esame, al punto da chiedersi se tale clausola non comporti uno squilibrio contrattuale. In tema di credito fondiario, l'art. 40, c. 2, t.u.b. prescrive che la banca può, eventualmente, invocare come causa di risoluzione del contratto il ritardato pagamento laddove lo stesso si sia verificato almeno sette volte, anche non consecutive. La dottrina³⁴, tuttavia, è concorde nel ritenere che il ritardato pagamento anche per sette volte non giustifica la risoluzione del contratto, ma al giudice sia comunque riservata la valutazione circa la gravità dell'inadempimento ai sensi dell'art. 1455 c.c. È qualificabile come ritardato pagamento quello effettuato tra il trentesimo ed il centottantesimo giorno dalla scadenza della rata, dovendosi ritenersi influente ai fini della risoluzione il ritardo nel pagamento: a) di trenta giorni anche di tutte le rate; b) fino a sei mesi per un numero massimo di

³² Per tutti, v. SICCHIERO, *La risoluzione per inadempimento. Artt. 1453-1459*, in *Comm. al cod. civ.* diretto da SCHLESINGER, Milano, 2007, p. 57.

³³ Così, AMADIO, *Inattuazione e risoluzione: la fattispecie*, in *Trattato del contratto* a cura di ROPPO, V. 2, Milano, 2006, p. 38; SICCHIERO, *op. cit.*, p. 15 ss.

³⁴ PIGA, *La risoluzione per inadempimento e il ritardo nell'adempimento nelle operazioni di credito fondiario*, in *Giust. civ.*, 1996, II, p. 45; SEPE, *Commento all'art. 38*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*³, a cura di CAPRIGLIONE, I, Padova, 2012, p. 429 ss.

sette rate, purché il pagamento di ciascuna sia effettuato entro i già menzionati centottanta giorni; nel concreto, peraltro, sarà sempre necessario attendere la scadenza della rata successiva a quella che scade oltre il 180^o giorno³⁵. Ciò premesso, si ritiene che non sia possibile per le parti disciplinare nel contratto la materia del ritardato o mancato pagamento in deroga a quanto previsto dalla legge (ad es. prevedendo la risoluzione del contratto anche nel caso di ritardato pagamento di una sola rata). Eventuali clausole risolutive espresse potranno ovviamente riguardare l'inadempimento di altre prestazioni o condizioni contrattuali³⁶.

La giurisprudenza³⁷ ha ritenuto nulla la clausola risolutiva espressa di un contratto di credito fondiario secondo cui la banca può risolvere il mutuo ai sensi dell'art. 1456 c.c. allorché la parte finanziata non abbia provveduto all'integrale pagamento anche di una sola rata, proprio per contrasto con l'art. 40, c. 2, t.u.b.. Quest'ultima norma è da ritenersi inderogabile, in quanto il legislatore avrebbe limitato, a tutela del mutuatario inadempiente e in deroga ai principi di diritto comune, la possibilità della risoluzione nel caso di ritardo o di mancato pagamento³⁸. Tuttavia, qualora il livello di gravità non sia ancora stato raggiunto la banca può comunque invocare la decadenza del debitore dal beneficio del termine ai sensi dell'art. 1186 c.c., laddove intervengano le situazioni descritte tassativamente da tale norma, e, in particolare, l'insolvenza del debitore, da desumersi comunque da elementi ulteriori e diversi rispetto al ritardato pagamento delle rate entro il limite di tolleranza fissato dall'art. 40 t.u.b., che – se non consente la risoluzione del contratto di finanziamento – non potrà essere assunto quale indice di insolvenza ai fini della decadenza dal termine.

Con la crisi finanziaria del 2008, l'incidenza dei debiti finanziari dei consumatori è aumentata notevolmente, soprattutto nel settore dei beni immobili ad uso residenziale. Il legislatore sovranazionale è intervenuto in tal senso per riorganizzare il mercato dei crediti immobiliari, con finalità, fra le altre, di uniformare le conseguenze dell'inadempimento del consumatore. Secondo il d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72, recante attuazione della Direttiva europea 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori

³⁵ Cfr. BOZZA, *Il credito fondiario nel nuovo TU bancario*, Padova, 1996, p. 98; PIGA, *La risoluzione per inadempimento e il ritardo nell'inadempimento nelle operazioni di credito fondiario*, in *Giust. civ.*, 1996, II, p. 45.

³⁶ BANCA D'ITALIA, *Chiarimenti sul Testo unico (d.lgs. n. 385/93). Stralcio dalle Comunicazioni del febbraio 1994 e del maggio 1994*, 1994; CICR, *Attuazione dell'art. 38 c. 2, del Decreto Legislativo 1 settembre 1993. Credito fondiario*, 2 aprile 1995.

³⁷ Trib. Taranto, sez. II, 12 luglio 2018, n. 1885, in *Foro it.* 2018, I, c. 3277.

³⁸ BACCHI-GIACOBBE, *La derogabilità delle norme sul credito fondiario*, in *Riv. not.*, 1996, p. 818; FILOGRANO, *Il credito fondiario. Disciplina e funzione negoziale*, Padova, 2000, p. 52.

relativi a beni immobili residenziali, costituisce inadempimento il mancato pagamento di un ammontare equivalente a diciotto rate mensili; non costituiscono inadempimento i ritardati pagamenti che consentono la risoluzione del contratto ai sensi dell'art. 40, c. 2³⁹. Tale previsione, ex art. 120-sexies t.u.b., è applicabile ai contratti di credito, comunque denominati, ad eccezione di alcuni determinati casi⁴⁰. Il contratto *de quo* è stato stipulato in data anteriore all'emanazione del d.lgs. n. 72/2016, pertanto secondo i principi fondamentali del nostro ordinamento, nel caso di specie non è applicabile la normativa sul credito immobiliare ai consumatori in quanto successiva alla data di stipula del contratto di mutuo⁴¹.

Sebbene i testi normativi concernenti l'erogazione del credito finalizzato all'acquisto di immobili sembrano garantire al consumatore una maggiore elasticità circa i mancati pagamenti, resta tuttavia da valutare l'eventuale esercizio del diritto di dichiarare la decadenza del beneficio del termine ex art. 1186 c.c. e la facoltà di invocare la risoluzione del contratto ai sensi dell'art. 1456 c.c. Mentre la seconda presuppone un inadempimento idoneo a giustificare lo scioglimento del contratto, nella decadenza

³⁹ Cfr. ora, Art. 120-quinquiesdecies, c. 4, lett.1.c), t.u.b..

40 «a) contratti di credito in cui il finanziatore: 1) concede una tantum o periodicamente una somma di denaro o eroga credito sotto altre forme in cambio di una somma derivante dalla vendita futura di un bene immobile residenziale o di un diritto reale su un bene immobile residenziale; e; 2) non chiede il rimborso del credito fino al verificarsi di uno o più eventi specifici afferenti la vita del consumatore, salvo in caso di violazione, da parte del consumatore, dei propri obblighi contrattuali che consenta al finanziatore di domandare la risoluzione del contratto di credito;

b) contratti di credito mediate i quali un datore di lavoro, al di fuori della sua attività principale, concede ai dipendenti crediti senza interessi o a un TAEG inferiore a quello prevalente sul mercato e non offerti al pubblico in genere;

c) contratti di credito, individuati dalla legge, relativi a prestiti concessi a un pubblico ristretto, con finalità di interesse generale, che non prevedono il pagamento di interessi o prevedono tassi inferiori a quelli prevalenti sul mercato oppure ad altre condizioni più favorevoli per il consumatore rispetto a quelle prevalenti sul mercato e a tassi debitori non superiori a quelli prevalenti sul mercato;

d) contratti di credito in cui il credito è concesso senza interessi o ulteriori oneri, a esclusione di quelli per il recupero dei costi direttamente connessi all'ipoteca;

e) contratti di credito nella forma dell'apertura di credito, qualora il credito sia da rimborsare entro un mese;

f) contratti di credito risultanti da un accordo raggiunto davanti a un giudice o altra autorità prevista dalla legge;

g) contratti di credito relativi alla dilazione, senza spese, del pagamento di un debito esistente, se non comportano l'iscrizione di un'ipoteca;

h) contratti di credito non garantiti finalizzati alla ristrutturazione di un bene immobile residenziale;

i) contratti di credito in cui la durata non è determinata o in cui il credito deve essere rimborsato entro dodici mesi ed è destinato ad essere utilizzato come finanziamento temporaneo in vista di altre soluzioni per finanziarie l'acquisto della proprietà di un bene immobile.».

⁴¹ Così anche Trib. Ancona, sez. II, 2 dicembre 2021, n. 1575, in *DeJure*.

dal beneficio del termine per insolvenza a rilevare sono eventi che segnalano la compromissione della capacità del debitore di far fronte ai debiti futuri, dalla quale discende il diritto del creditore di chiedere immediatamente il pagamento di quanto dovuto. L'effetto della decadenza dal beneficio del termine è, quindi, quello di anticipare il termine di adempimento dell'obbligo di restituzione, rendendo immediatamente esigibile la prestazione: di inadempimento si potrà parlare, di regola, solo successivamente, qualora a fronte della richiesta di immediato pagamento integrale il debitore non risultasse in grado di soddisfare detta pretesa⁴².

La presenza di una clausola risolutiva espressa non elimina in astratto la risolubilità del contratto per inadempimenti non contemplati nella stessa, ma demanda al giudice di procedere in quella verifica omessa dai contraenti, ovvero nell'individuazione della gravità dell'inadempimento agli effetti risolutivi. Ai sensi dell'art. 1455 c.c., l'"interesse" cui va comparata l'importanza dell'inadempimento ai fini della pronuncia costitutiva di risoluzione del contratto, è rappresentato dall'interesse che la parte inadempiente aveva o avrebbe potuto avere alla regolare esecuzione del contratto, e non dalla convenienza della domanda di risoluzione rispetto a quella di adempimento. Elemento contrapposto appare essere la solidarietà fra gli aderenti al fondo, i quali non possono godere contemporaneamente delle prestazioni del fondo, ma lo fanno in ordine cronologico in base alla presentazione della richiesta⁴³. Tale principio risulta di eguale importanza rispetto al diritto di cui gode il soggetto aderente al fondo stesso in virtù del pagamento di un'aliquota pari allo 0,35% o 0,15% della retribuzione, rispettivamente, contributiva o pensionabile. Tuttavia, nell'ambito della risoluzione del contratto per inadempimento, qualora uno dei contraenti dichiarò di volersi avvalere di una clausola risolutiva espressa a fronte di un'obbligazione che non viene adempiuta secondo le modalità stabilite nel contratto ex art. 1456 c.c. è inibita al giudice la possibilità di valutare il merito della gravità dell'inadempimento, avendo le parti preventivamente valutato i fatti che comportino all'alterazione dell'equilibrio economico-giuridico del contratto⁴⁴.

6. Conclusioni

Nonostante, dunque, l'accorpamento delle discipline del credito edilizio e del credito fondiario, l'impossibilità di estenderne l'applicabilità è da ricondursi alla riserva soggettiva a favore delle banche.

⁴² LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*, I, in *Trattato di Diritto Privato* diretto da IUDICA-ZATTI, Milano, 1995, p. 724 ss.

⁴³ FRIGENI, *Mancato pagamento delle rate nel mutuo fondiario e rimedi a disposizione della banca: tra risoluzione del contratto e decadenza dal beneficio del termine*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 578 ss.

⁴⁴ Cfr. CASS., sez. III, 7 marzo 2001, n. 3343, in *Altalex*.

Pur volendo far ricorso all'interpretazione analogica, questa, ex. art. 12 prel., risulta applicabile qualora sia assente una norma regolante la fattispecie, vuoto non configurabile nel caso in esame. Sebbene la possibile *vocazione* aperta dell'art. 40, c. 2, t.u.b., l'autonomia contrattuale dell'INPS e la franchigia di protezione accordatagli consentono ai mutui ipotecari concessi dall'ente di previdenza di essere esonerati dalle regole previste per chi istituzionalmente svolge attività bancaria. È opportuno sottolineare, a prova dell'imperatività dell'art. 40, c. 2, t.u.b., come a partire da gennaio 2023 è entrato in vigore l'adeguamento di cui all'art. 22 («*Mancato pagamento delle rate*») del Regolamento per l'erogazione di mutui ipotecari, per cui nel caso di mancato pagamento di sette rate può essere richiesta la risoluzione del contratto, in linea con l'art. 40, c. 2., t.u.b. e con la maggiore tutela che il legislatore negli anni ha inteso garantire al consumatore.

Sommario[*]: 1. Premessa sull'art. 141 cod. ass.; 2. Il 'caso fortuito' ai sensi dell'art. 141 cod. ass.; 2.1. I termini della questione; 2.2. La sentenza Cass. 3a sez. civ., 13 febbraio 2019, n. 4147 (pres. Amendola, rel. Graziosi): la natura processuale della norma e l'interpretazione del caso fortuito come comprensivo del fatto del conducente del veicolo antagonista; 2.3. (segue) Critica a tale orientamento; 2.4. Il revirement della Corte. La sentenza Cass, 3a sez. civ., 23 giugno 2021, n. 17963 (pres. Frasca, rel. Scoditti): la natura sostanziale della norma e l'interpretazione del caso fortuito come limitato fattori naturali e fattori umani estranei alla circolazione di altro veicolo; 2.5. L'intervento delle Sezioni Unite

1. Premessa sull'art. 141 cod. ass.

L'entrata in vigore del Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, d'ora in avanti anche 'Codice' o 'cod. ass.'), ha riformato, fra le altre cose, la disciplina in materia di risarcimento del soggetto trasportato a bordo di un veicolo coinvolto in un sinistro stradale.

Nel riprendere la previsione già contenuta nel previgente art. 1, comma 2, della l. 24 dicembre 1969, n. 990 (disciplinante l'"Assicurazione obbligatoria della responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli a motore e dei natanti")⁰¹, l'art. 122 cod. ass. stabilisce che "L'assicurazione [obbligatoria r.c.a.] comprende la responsabilità per i danni alla persona causati ai trasportati, qualunque sia il titolo in base al quale è effettuato il trasporto".

Fissata questa regola, il Codice dispone all'art. 141 cod. ass. (sotto la rubrica "risarcimento del terzo trasportato"), al primo comma, che "Salva l'ipotesi di sinistro cagionato da caso fortuito, il danno subito dal terzo trasportato è risarcito dall'impresa di assicurazione del veicolo sul quale era a bordo al momento del sinistro entro il massimale minimo di legge, fermo restando quanto previsto dall'art. 140, a prescindere dall'accertamento della responsabilità dei conducenti dei veicoli coinvolti nel sinistro, fermo il diritto al risarcimento dell'eventuale maggior danno nei confronti dell'impresa di assicurazione del responsabile

* Le idee e le opinioni espresse in questo articolo sono da attribuire unicamente all'autore e non coinvolgono l'istituzione di appartenenza (lvass)

⁰¹ Comma che - introdotto con d.l. 23 dicembre 1976, n. 857, convertito con modificazioni dalla l. 26 febbraio 1977, n. 39 - così recitava: "Per i veicoli destinati al trasporto di persone, ad uso pubblico e privato, e per quelli destinati al trasporto di cose che siano eccezionalmente autorizzati al trasporto di persone, l'assicurazione deve comprendere anche la responsabilità per i danni causati alle persone trasportate qualunque sia il titolo in base a cui è effettuato il trasporto".

civile, se il veicolo di quest'ultimo è coperto per un massimale superiore a quello minimo".

La norma prosegue stabilendo che:

- a) ai fini del risarcimento, il terzo trasportato ha azione diretta nei confronti dell'impresa del vettore (secondo comma), sia nella necessaria fase stragiudiziale prevista dall'art. 145 cod. ass. sia nella successiva ed eventuale sede giudiziale (terzo comma, primo periodo);
- b) nel caso di controversia giudiziaria, l'impresa del responsabile civile può intervenire nel giudizio e chiedere l'estromissione dell'impresa del vettore qualora riconosca la responsabilità del proprio assicurato (terzo comma, secondo periodo);
- c) *"l'impresa che ha effettuato il pagamento ha diritto di rivalsa nei confronti dell'impresa di assicurazione del responsabile civile nei limiti ed alle condizioni previste dall'art. 150 cod. ass."*, ossia secondo il meccanismo di compensazione disciplinato nell'ambito della normativa di attuazione della procedura di risarcimento diretto ex art. 149 cod. ass.⁰²

Ai fini della sua operatività, l'art. 141 cod. ass. richiede quindi che si sia verificato un sinistro stradale, ossia un fatto riconducibile alla circolazione; che vi sia, tra i danneggiati dal sinistro, un passeggero; che il sinistro non sia dipeso da caso fortuito.

Nel disegno del legislatore, in presenza di tali presupposti, l'impresa del veicolo su cui viaggiava il terzo trasportato:

- i. è tenuta a risarcirlo, nei limiti del massimale minimo di legge (a prescindere dalla eventuale previsione contrattuale di un massimale più alto), ed è legittimata passiva nell'azione risarcitoria eventualmente intrapresa, in sede giudiziale, dal terzo trasportato, salva la facoltà di essere estromessa a seguito dell'intervento dell'impresa assicuratrice del veicolo antagonista che riconosca la responsabilità del proprio assicurato;
- ii. ha diritto di rivalsa nei confronti dell'impresa del responsabile civile, *"nei limiti ed alle condizioni previste"* nell'ambito della procedura di risarcimento diretto disciplinata dall'art. 149 cod. ass.

⁰² Attuata, allo stato, con il d.p.r. 18 luglio 2006, n. 254 e con la conseguente convenzione tra imprese aderenti alla 'Convenzione tra imprese assicuratrici per la gestione della procedura di risarcimento diretto' (o 'CARD').

Preme sottolineare che, a detta di molti tra i primi commentatori, l'introduzione dell'art. 141 cod. ass. non ha segnato affatto un significativo punto di svolta nella tutela del terzo trasportato a bordo di un veicolo coinvolto in un sinistro.

Già all'indomani della riforma legislativa, e per lungo tempo, buona parte della dottrina si è difatti mostrata fortemente critica nei confronti del legislatore: *"In un contesto di totale disinformazione, (...) taluni quotidiani, all'indomani dell'approvazione del Codice, hanno annunciato quale sua autentica «novità», l'introduzione nel nostro ordinamento della tutela del terzo trasportato. Si tratta di una notizia, in tutta evidenza, non veritiera (...) il Codice, nel compiere questa «rivoluzione» ha però mancato l'obiettivo primario (cioè la semplificazione della materia), giacché qualsiasi sia il giudizio sul merito delle scelte effettuate, sicuramente le nuove disposizioni sono lungi dall'offrire una chiarificazione del quadro attuale e, anzi, complicano notevolmente il sistema oggi in vigore, dando luogo ad un vero e proprio pasticcio in cui è davvero arduo districarsi"*⁰³.

Anche nella manualistica e nei commentari, la posizione espressa è tutt'altro che benevola: *"L'art. 141 cod. ass. è forse una delle norme meno felici dell'intero codice delle assicurazioni; sia per la tecnica con la quale è stato scritto, sia per il contenuto, che nella migliore delle ipotesi è ambiguo, e nella peggiore inutilmente peggiorativo rispetto al precedente stato delle cose"*⁰⁴.

Le preoccupazioni e perplessità della dottrina sono state confermate, nel tempo, dai contrasti interpretativi maturati in seno alla giurisprudenza di merito e di legittimità pressoché su ogni profilo applicativo della norma.

Tra questi, uno tra gli aspetti più discussi – se non, forse, il più discusso – ha riguardato l'interpretazione da attribuirsi alla locuzione "caso fortuito" ai sensi della disposizione. Ci si è chiesti, in particolare, se nell'area del 'fortuito' ex art. 141 cod. ass. possa rientrare anche il c.d. fatto del terzo e – tra questi – il fatto del conducente del veicolo antagonista rispetto a quello su cui viaggiava il terzo trasportato.

⁰³ Così BONA M., *Risarcimento del danno, procedure di liquidazione e azione diretta nel "codice delle assicurazioni": prime riflessioni critiche*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2005, fasc. 4-5, pp. 1171-1218, in part. pp. 1207-1208.

⁰⁴ ROSSETTI M., *Il diritto delle assicurazioni*, vol. III: *L'assicurazione della responsabilità civile, L'assicurazione sulla vita, Assicurazione e prescrizione, Assicurazione e processo*, Padova, 2013, p. 468. In senso critico, anche VOLPE PUTZOLU G., *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, Padova, 2013, ove si insinua il sospetto che l'art. 141 cod. ass. potrebbe, invero, non innovare affatto rispetto all'art. 2054 cod. civ.

2. Il 'caso fortuito' ai sensi dell'art. 141 cod. ass.

Sull'interpretazione dell'incipit dell'art. 141 cod. ass. "Salva l'ipotesi di sinistro cagionato da caso fortuito" si è registrato un netto contrasto, interno alla terza sezione civile della Corte di cassazione, che ha avuto inevitabili ricadute sulla giurisprudenza di merito.

A dirimere il contrasto sono intervenute le Sezioni Unite, con sentenza del 30 novembre 2022⁰⁵.

1.1. I termini della questione

L'interpretazione dell'incipit dell'art. 141 cod. ass., "Salva l'ipotesi di sinistro cagionato da caso fortuito" è stata, sin dall'inizio, al centro di un acceso confronto in dottrina⁰⁶.

Una premessa è necessaria. Sulla nozione di 'caso fortuito', nell'interpretazione delle norme del Codice civile che disciplinano ipotesi di responsabilità oggettiva (e, su tutti, dell'art. 2051 cod. civ.) c'è uniformità di vedute.

Il 'caso fortuito', in quest'ambito, è inteso come evento interruttivo del nesso causale tra una certa condotta o una determinata situazione di fatto (come, nelle ipotesi di responsabilità oggettiva ex art. 2051 cod. civ., il rapporto con la cosa custodita) e il danno.

Per la dimostrazione del fortuito è necessaria la prova positiva della causa esterna che, per imprevedibilità, eccezionalità e inevitabilità sia completamente estranea alla sfera di controllo di colui che sarebbe altrimenti chiamato a rispondere del danno; tale causa esterna può consistere in un fatto naturale,

⁰⁵ Il riferimento è a Cass., sez. un., 30 novembre 2022, n. 35318 (p. pres. Virgilio, rel. Sestini). La questione, invero, non era stata espressamente rimessa alle Sezioni Unite con l'ordinanza interlocutoria – Cass., 3ª sez. civ., (ord.) 20 dicembre 2021, n. 40885 (pres. Vivaldi, rel. Scarno) –, la quale ha rimesso il ricorso al Primo Presidente della Corte, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, affinché venisse decisa la questione inerente "all'applicabilità dell'art. 141 cod. ass. (anche) in caso di sinistro nel quale non risultino coinvolti veicoli diversi da quello sul quale viaggiava la persona trasportata". La questione esaminata nell'ordinanza interlocutoria, in verità, non era stata oggetto di un effettivo contrasto, quanto piuttosto di "una diversità di "accenti" (...) determinata anche dalle specificità dei casi trattati", configuranti "sicuramente (...) gli estremi di una questione di massima di particolare importanza" (così le Sezioni Unite in esame), ma ha ad ogni modo rappresentato l'occasione per definire l'insieme dei vari dubbi stratificati nel tempo nell'interpretazione della norma e, tra questi, l'interpretazione del 'caso fortuito'.

⁰⁶ Si veda l'approfondita analisi di PETTENUZZO N., *Ripensare l'azione diretta del trasportato ex art. 141 Cod. ass.: ora o mai più*, (Nota a ordinanza Corte suprema di Cassazione civile sezione III 29 aprile 2020, n. 8386; sentenza Tribunale civile Rieti 9 giugno 2020, n. 234), in *Responsabilità civile e previdenza*, 2020, fasc. 4, pp. 1168-1180.

nel fatto di un terzo o nel fatto dello stesso danneggiato⁰⁷.

La domanda che l'art. 141 cod. ass. ha suscitato negli interpreti ruota attorno all'utilizzabilità di tale definizione anche nell'ambito della disciplina riferita al terzo trasportato.

Parte della dottrina, avallata, per lungo tempo, da prevalente giurisprudenza di merito ha affermato che nel 'caso fortuito' preso in considerazione dall'art. 141 cod. ass. non fosse da ricomprendere la condotta dell'altro conducente coinvolto nel sinistro⁰⁸.

Detta lettura fonda le proprie argomentazioni sulla circostanza che, sempre a mente del primo comma della disposizione, il risarcimento al terzo è dovuto dall'impresa del vettore "a prescindere dalla responsabilità dei conducenti dei veicoli coinvolti nel sinistro".

Sicché, se la *ratio* dell'art. 141 cod. ass., in conformità al principio, informatore della materia, *vulneratus ante omnia reficiendus*, è quella di riconoscere senza ritardo al passeggero il suo risarcimento, rinviando a un successivo momento ogni accertamento sulla responsabilità dei conducenti coinvolti, il 'fatto del terzo' non può farsi rientrare nella nozione di 'caso fortuito' in questa sede (o, meglio, nell'ambito più generale della R.C.Auto), quando il terzo in questione sia uno dei conducenti.

Si giunge a concludere, in questa prospettiva, che sarebbe "preferibile limitare la nozione di "caso fortuito" [ai sensi dell'art. 141 cod. ass.] ai soli fattori esterni imprevedibili ed eccezionali di tipo "naturalistico" (nel solco della consolidata giurisprudenza in materia di r.c.a. sopra richiamata alla lettera a), che molto hanno in comune con i cd. *Acts of God* dei sistemi di Common Law, cui si fa tradizionalmente riferimento nel linguaggio delle assicurazioni marittime. Seguendo questa prospettiva il risultato è allora

07 Si può fare riferimento, sul punto, alla manualistica tradizionale: TORRENTE A., *Manuale di diritto privato*, XXIV ed., Milano, 2019, p. 910. Si veda anche l'accurata analisi di MIOTTO G., *Azione del trasportato ex art. 141 cod. ass., caso fortuito e "fatto del terzo" nella circolazione stradale*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2019, fasc. 6, pp. 1899-1920, in part. pp. 1904 ss., ove si ricostruisce la posizione degli interpreti sulla nozione di caso fortuito, sottolineando come "Pur nei loro persistenti ondeggiamenti tra concezioni soggettivistiche ed oggettivistiche del caso fortuito (che oggi vedono queste ultime nettamente predominanti), né la dottrina, né la giurisprudenza qualificano il mero «fatto del terzo» come fortuito, esigendo, invece, che questo sia qualificato da una particolare connotazione, consistente vuoi nella sua imprevedibilità, vuoi nella sua estraneità ai «rischi tipici» della specifica attività umana che viene in considerazione" (p. 1908).

08 Tra i primi commentatori, ZORZIT D., *Il caso fortuito e l'art. 141 del Codice delle Assicurazioni: verso la soluzione dell'enigma?*, in *Danno e responsabilità*, 2007, fasc. 6, pp. 619-622; HAZAN M., *La nuova procedura di risarcimento del terzo trasportato: luci e ombre*, Nota a Trib. Torino sez. IV 11 ottobre 2007, in *Danno e responsabilità*, 2008, fasc. 3, pp. 352-362; CRISCUOLO M., *La R.C. auto dopo la riforma delle assicurazioni*, 2ª ed., Napoli: Edizioni Giuridiche Simone, 2006, p. 85.

*quello di escludere l'applicazione della norma (e quindi il diritto al ristoro del trasportato) nelle (sole) ipotesi in cui nessuno dei due conducenti sia responsabile dell'incidente"*⁰⁹.

Un'opposta autorevole opinione ha sostenuto che l'obbligo risarcitorio dell'impresa che assicura il vettore non può in alcun modo prescindere dall'accertamento della responsabilità dei conducenti, come vorrebbe il testo dell'articolo¹⁰.

Ciò, in quanto la nozione di 'fortuito', "secondo una opinione antichissima e da sempre condivisa dalla S.C.", ricomprende pacificamente il fatto (imprevedibile) del terzo e non vi sarebbero ragioni per escludere che, nell'ambito della circolazione stradale, detto 'fatto del terzo' possa essere rappresentato "[dal]la condotta di guida di altri conducenti indisciplinati", ragion per cui "logica conclusione è che l'assicuratore del [vettore] può sottrarsi all'obbligo del risarcimento se dimostra che il sinistro debba essere ascritto ad esclusiva responsabilità di altri (e cioè un «caso fortuito»)"¹¹.

In una parola, per l'esposta tesi, l'art. 141 cod. ass. dev'essere interpretato nel senso che l'impresa che assicura il vettore soffre una presunzione di responsabilità del proprio assicurato, che può essere vinta dimostrando il 'caso fortuito', in cui va ricompresa la responsabilità esclusiva di un terzo e, fra questi, anche del conducente del veicolo antagonista.

Seguendo questa linea, a nulla perciò varrebbe la successiva precisazione della norma per la quale si deve prescindere dalla responsabilità dei conducenti coinvolti, perché si porrebbe in insuperabile contraddizione con l'esimente del fortuito e, dunque, dovrebbe essere ritenuta insuscettibile di applicazione¹².

⁰⁹ ZORZIT D., *Il caso fortuito e l'art. 141 del Codice delle Assicurazioni: verso la soluzione dell'enigma?*, cit.

¹⁰ ROSSETTI M., *Il diritto delle assicurazioni*, vol. III, cit., p. 472.

¹¹ ROSSETTI M., *Il diritto delle assicurazioni*, vol. III, op. cit., p. 472. Medesima opinione era stata peraltro già espressa all'indomani dell'entrata in vigore del codice dal medesimo Autore: cfr. ROSSETTI M., *Le novità del codice delle assicurazioni*, in *Corriere giuridico*, 2006, p. 130. Nello stesso senso MAIETTA A., *Circolazione stradale e responsabilità civile*, Padova, 2007, pp. 135-136.

¹² Così ROSSETTI M., *Il diritto delle assicurazioni*, vol. III, cit., p. 472: "Vi è perciò una palese contraddizione tra l'affermare che l'assicuratore risponde «salvo il caso fortuito», e l'aggiungere che tale responsabilità «prescinde dall'accertamento della responsabilità di altri conducenti». Il caso fortuito, in materia di sinistri stradali, è rappresentato proprio dalla responsabilità di altri conducenti, e dunque non è affatto vero che la condanna dell'assicuratore del vettore possa «prescindere» da tale accertamento. Il testo della norma pertanto va letto non nel senso che l'assicuratore del vettore sia tenuto al pagamento «a prescindere» dall'accertamento della responsabilità del conducente, ma piuttosto nel senso che quest'ultima responsabilità si presume fino a che l'assicuratore non dimostri il caso fortuito (ivi compresa la colpa del terzo)".

In giurisprudenza, sino a tempi recenti, il tema non era stato oggetto di grande dibattito.

È a lungo prevalsa la prima delle due tesi sopra prospettate: "L'unica interpretazione idonea ad attribuire un'intrinseca coerenza al disposto dell'art. 141 C.d.A. e ad evitare una commistione tra i profili di legittimazione passiva (da vagliare in astratto) e di merito (da vagliare in concreto appurando se vi sia stato concorso oppure responsabilità esclusiva del vettore o dell'altro conducente) appare dunque quella intesa ad escludere l'esperibilità dell'azione diretta nei confronti della compagnia assicuratrice del vettore nelle sole ipotesi di "caso fortuito" diverse dal "fatto del terzo", cioè in quelle sole ipotesi in cui non venga in considerazione la potenziale responsabilità assorbente del conducente di un altro veicolo ma diversi fattori eziologici estranei alla sfera di dominio delle parti"¹³.

La situazione è rimasta pressoché invariata sino all'intervento, nel febbraio 2019, di una sentenza della Corte di cassazione che ha del tutto sparigliato le carte.

1.2. La sentenza Cass. 3^a sez. civ., 13 febbraio 2019, n. 4147 (pres. Amendola, rel. Graziosi): la natura processuale della norma e l'interpretazione del caso fortuito come comprensivo del fatto del conducente del veicolo antagonista

Con sentenza 13 febbraio 2019, n. 4147, la terza sezione civile della Corte di cassazione ha dato vita all'indirizzo nomofilattico che ha affermato la natura meramente processuale dell'art. 141 cod. ass., definito come norma che ha attribuito uno strumento aggiuntivo di tutela al terzo trasportato sul piano processuale, senza incidere su quello sostanziale¹⁴.

Secondo tale lettura, "la portata innovativa della norma in esame sarebbe apprezzabile(...) sul piano degli oneri di allegazione e prova gravanti su [l terzo danneggiato], cui è attribuito il potere di azione diretta ai fini del risarcimento del danno. Si tratterebbe, in tal senso, con riguardo alla disposizione di cui all'art.

¹³ Così Trib. Torino, sez. IV, 11 ottobre 2007, in *Danno e responsabilità*, 2008, fasc. 3, pp. 349 e ss., con note di HAZAN M., *La nuova procedura di risarcimento del terzo trasportato: luci e ombre*, cit., e MAIETTA A., *Proponibilità dell'azione risarcitoria e risarcimento del danno al terzo trasportato: profili applicativi*, in *Danno e responsabilità*, 2008, fasc. 3, pp. 362-368. In senso analogo: Trib. Sulmona, 23 gennaio 2019, n. 9, in *DeJure*; Trib. Pistoia, Sez. I, 8 febbraio 2018, n. 75, *ibidem*; Trib. Arezzo, 23 ottobre 2017, n. 1182, *ibidem*; Trib. Roma, Sez. XII, 5 settembre 2017, n. 16567, in *ibidem*; Trib. Ascoli Piceno, 5 gennaio 2017, n. 5, *ibidem*; Trib. Cassino, 20/06/2016, n. 843, in *OneLegale*; Trib. Genova, Sez. II, 26/05/2016, n. 1873, *ibidem*; Trib. Napoli, 17/09/2015, *ibidem*.

¹⁴ Indirizzo seguito poi da Cass., 3^a sez. civ., (ord.) 29 aprile 2020, n. 8386 (pres. Amendola, rel. Valle), Cass. 3^a sez. civ., 8 ottobre 2019 n. 25033 (pres. Vivaldi, rel. Guizzi) e Cass., 3^a sez. civ., 27 maggio 2019, n. 14388 (pres. Vivaldi, rel. Iannello), nonché dalla maggioranza dei giudici di merito.

141 cit., di uno strumento aggiuntivo di tutela, diretto ad agevolare il conseguimento del risarcimento del danno nei confronti dell'impresa assicuratrice"¹⁵.

La sentenza capostipite di questo indirizzo ha avuto un impatto molto rilevante proprio per la ricostruzione che ha operato in ordine all'interpretazione e all'applicazione dell'art. 141 cod. ass., con riguardo al significato da attribuire alla nozione di caso fortuito, provandosi in una ricostruzione organica della norma¹⁶, con dichiarato intento: "L'interpretazione dell'art. 141(...) è stata, con ogni evidenza, soprattutto dottrinale; e un'ottica dottrinale può tendere, talora, a svincolarsi in misura non minimale dalla lettera laddove si impegna ad evincere un'auspicata evoluzione sistematica".

Ebbene, in un passaggio della corposa motivazione, la Corte osserva che l'art. 141 cod. ass. spiega effetti prevalentemente sul piano processuale, svincolando il trasportato dal "paradigma probatorio dell'art. 2043 c.c. [e] (...) dell'art. 2054 c.c., comma 2, non essendo tenuto a dimostrare le modalità in cui si è verificato il sinistro (...), dovendo soltanto provare la sua esistenza e il proprio conseguente danno".

Tale lettura è legata al doppio filo con l'interpretazione da attribuire al 'caso fortuito' di cui al primo comma della disposizione, dato che escludere l'incidenza della nuova disciplina sul piano sostanziale, come proposto dall'orientamento in discussione, equivale a sostenere – confermando i dubbi dei primi commentatori¹⁷ – che su quel piano nulla è stato aggiunto rispetto alla disciplina di cui agli art. 2043 e 2054 cod. civ. e che, dunque, anche vigente l'art. 141 cod. ass., l'assicuratore del vettore può liberarsi di ogni obbligo nell'ipotesi di totale assenza di responsabilità del proprio assicurato.

E, difatti, dopo aver ripercorso le opinioni dottrinali in argomento e aver notato come, pur non mancando precedenti di legittimità legati alla norma, nessuno di questi abbia effettivamente affrontato la

¹⁵ In questi termini si riferisce alla pronuncia in esame Cass., 3^a sez. civ., 20 luglio 2022, n. 22723 (pres. Frasca, rel. Dell'Utri), nel ripercorrere il dibattito sulla natura dell'art. 141 cod. ass.

¹⁶ La sentenza ha determinato una sorta di 'terremoto' che ha colpito gli interpreti e la giurisprudenza. Si vedano, al riguardo, le note di PULIGA A., (Assicurazione obbligatoria r.c.a. e risarcimento del terzo trasportato), in *Il Foro Italiano*, 2019, fasc. 6, pp. 1899-1920; MIOTTO G., *Azione del trasportato ex art. 141 cod. ass., caso fortuito e "fatto del terzo" nella circolazione stradale*, cit.; MARTINI F., *Sinistro stradale: accertata la corresponsabilità del vettore l'assicuratore risarcisce sempre il soggetto terzo trasportato (Commento a sentenza) Corte di cassazione, Sezione III civile, 23 novembre 2018-13 febbraio 2019 n. 4147*, in *Guida al Diritto*, 2019, fasc. 24, pp. 54-59.

¹⁷ In particolare, VOLPE PUTZOLU G., *Commentario breve al diritto delle assicurazioni*, cit., aveva segnalato il rischio che un'interpretazione del caso fortuito che vi facesse ricomprendere anche il fatto del terzo (incluso il conducente del veicolo antagonista) avrebbe determinato l'inutilità della norma, dal momento che l'assicuratore del vettore sarebbe rimasto soggetto a una forma di responsabilità presunta perfettamente speculari a quella prevista dall'art. 2054 cod. civ.

questione, la Corte sostiene che il 'caso fortuito' di cui all'art. 141 cod. ass. deve necessariamente essere "quello che viene considerato nelle altre fattispecie di responsabilità civile" e, pertanto, comprensivo non solo delle cause naturali, ma anche delle condotte umane, imprevedibili e autonome, che siano per ciò stesso causa esclusiva dell'evento¹⁸, potendo essere tale anche la condotta del conducente del veicolo antagonista.

In breve, la Corte, nel pronunciarsi per la prima volta in maniera espressa sul punto, si schiera a favore di un'interpretazione 'restrittiva' dell'art. 141 cod. ass. (ed 'estensiva' del caso fortuito), tale per cui è necessaria, per l'applicazione della norma, almeno una corresponsabilità dei conducenti coinvolti nel sinistro.

Ne discende, pertanto, che nel giudizio intrapreso dal terzo trasportato – e, prima ancora, nella fase stragiudiziale di gestione del sinistro – la compagnia del vettore può rifiutare il risarcimento laddove deduca e, in giudizio, dimostri l'assenza di responsabilità del proprio assicurato.

La giurisprudenza di merito, sino a quel momento ferma, come si è visto, nel sostenere l'opposta tesi, è parsa adeguarsi immediatamente al nuovo indirizzo¹⁹, successivamente ripreso e sviluppato da altre pronunce della medesima sezione, che, nell'elaborare le argomentazioni del precedente appena riportato, ha affermato a chiare lettere che "Il proprium della norma è però solo di tipo processuale (esaurendosi per l'appunto nel sollevare il terzo trasportato, danneggiato, dall'onere di allegare la responsabilità dell'assicurato e di provare le modalità del sinistro), non sostanziale (restando esclusa la responsabilità

¹⁸ Ciò in conformità con la giurisprudenza formatasi in materia di danno da cose in custodia (ex art. 2051 cod. civ.), citata dalla sentenza in commento: Cass., 3^a sez. civ., (ord.) 1^o febbraio 2018, n. 2477 (pres. Di Amato, rel. Sestini); Cass., 3^a sez. civ., (ord.) 31 ottobre 2017 n. 25837 (pres., Di Amato, rel. Rossetti); Cass., 3^a sez. civ., 18 settembre 2015, n. 18317 (pres. Vivaldi, rel. Stalla); Cass., 3^a sez. civ., 19 maggio 2011 n. 11016 (pres. Trifone, rel. Amendola); Cass., 3^a sez. civ., 7 aprile 2010 n. 8229 (pres. Varrone, rel. Massera); Cass., 3^a sez. civ., 5 dicembre 2008, n. 28811 (pres. Filadoro, rel. Spirito); Cass., 3^a sez. civ., 30 ottobre 2008, n. 26051 (pres. Vittoria, rel. D'Amico); Cass., 3^a sez. civ., 8 maggio 2008, n. 11227 (pres. Vittoria, rel. Spirito); Cass., 3^a sez. civ., 19 febbraio 2008, n. 4279 (pres. Mazza, rel. Segreto).

¹⁹ Fra le molte, successive alla pronuncia in parola, si vedano Trib. Milano, Sez. X, 15 dicembre 2021, n. 10405, in *OneLegale* ("In tema di risarcimento del danno da circolazione stradale, l'azione conferita dall'art. 141 del D. Lgs. 7 settembre 2005 n. 209 al terzo trasportato nei confronti dell'assicuratore del vettore postula l'accertamento della corresponsabilità di quest'ultimo, dovendosi riferire la "salvezza del caso fortuito", di cui all'inciso iniziale della norma, non solo alle cause naturali, ma anche alla condotta umana del conducente di altro veicolo coinvolto; la relativa presunzione di legge può, tuttavia, essere superata dalla prova, a carico dell'assicuratore del vettore, della totale assenza di responsabilità del proprio assicurato"); Trib. Cosenza, Sez. II, 18 marzo 2021, n. 651, *ibidem*; Trib. Nocera Inferiore, Sez. II, 09 febbraio 2021, n. 325, *ibidem*; Trib. Treviso, Sez. I, 14 novembre 2019, n. 2396, *ibidem*; G.d.P. Perugia, 16 settembre 2019, n. 677, *ibidem*.

dell'assicuratore del vettore ove sia certa a priori ovvero si accerti, in virtù di eccezione e prova offerta dall'assicuratore, l'assenza di colpa dell'assicurato)²⁰.

1.3. (segue) Critica a tale orientamento

Immediatamente dopo la pubblicazione della sentenza, si sono alzate diverse voci di dissenso²¹.

Si è condivisibilmente ritenuto, la sentenza n. 4147 del 2019, assieme alle successive conformi nn. 14388 del 2019 e 8386 del 2020, presti il fianco a una critica di fondo, laddove non tiene conto che, nell'ambito della responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli, la nozione di caso fortuito (per fattispecie estranee all'art. 141 cod. ass.) è stata sempre circoscritta a fattori naturalistici²², peraltro alle

20 Cass., 3^a sez. civ., 27 maggio 2019, n. 14388, cit.; ribadita successivamente da Cass., 3^a sez. civ., (ord.) 29 aprile 2020, n. 8386, cit.

21 Particolarmente critico, con pregevoli argomentazioni, MIOTTO G., *Azione del trasportato ex art. 141 cod. ass., caso fortuito e "fatto del terzo" nella circolazione stradale*, cit.

22 Tra i commentatori, ZORZIT D., *Il caso fortuito e l'art. 141 del Codice delle Assicurazioni: verso la soluzione dell'enigma?*, cit., osserva come, in realtà, la 'tradizionale' nozione di caso fortuito elaborata nel tempo dalla giurisprudenza mal si adatta al fenomeno della circolazione stradale: "l'orientamento secondo il quale il "caso fortuito" comprende anche "il fatto del terzo" è nato nell'ambito delle - ed è rimasto circoscritto alle - ipotesi contemplate dagli articoli 2051 e 2052 c.c. (cui si riferiscono le decisioni citate a sostegno della opinione sopra riportata) che, come chiarito anche di recente dalla Suprema Corte, prevedono una responsabilità di tipo oggettivo: in esse non ha alcuna rilevanza il comportamento (diligente o meno) del soggetto chiamato a risarcire il danno; conta solo la relazione che egli ha con la cosa. Ecco allora che il solo fatto di estendere alla circolazione dei veicoli, tradizionalmente regolata dal criterio della colpa (secondo la lettura comunemente data all'art. 2054 c.c. dalla giurisprudenza, che pone l'accento sulla condotta del conducente), una nozione elaborata in seno a fattispecie ontologicamente e strutturalmente diverse appare una forzatura. Tanto più che nelle sentenze emesse con specifico riguardo alla materia della r.c.a. quando si menziona il "caso fortuito" il riferimento è sempre a fenomeni di tipo "naturalistico" (es. vento dotato di forza eccezionale che provoca la caduta di un albero sulla sede stradale; malore; scoppio di pneumatico; improvvisa cortina di fumo; ecc.). Si veda, sul punto, anche l'accurata ricostruzione di MIOTTO G., *Azione del trasportato ex art. 141 cod. ass., caso fortuito e "fatto del terzo" nella circolazione stradale*, cit., laddove osserva che "l'esclusiva responsabilità del conducente di un veicolo diverso da quello del vettore è sempre stata ritenuta una causa di non imputabilità a quest'ultimo del danno del trasportato per difetto di colpa, e non già un'ipotesi di caso fortuito. Ai fini della responsabilità da circolazione stradale, infatti, il fortuito è stato identificato in eventi di tutt'altro genere, quali lo scoppio di uno pneumatico non dovuto a carenza di manutenzione o a circostanze prevedibili, il suo afflosciamento causato da un chiodo presente nella carreggiata stradale, la proiezione di un sasso o di una piccola pietra ad opera della ruota di un veicolo, il malore improvviso del conducente", citando, a sostegno, copiosa giurisprudenza.

stringenti condizioni dell'autonomia, dell'eccezionalità e della imprevedibilità²³.

Questo, sembra potersi affermare, per la ragione che nell'ambito della circolazione stradale la condotta imprudente degli altri utenti della strada, anche la più sorprendente e inaspettata, non può mai essere considerata 'imprevedibile', il che è invece un requisito indispensabile per la configurazione del caso fortuito²⁴.

Del resto, l'azione avventata di un altro utente della strada, da cui derivi un sinistro, rientra tra i 'rischi tipici' della circolazione e dovrebbe per questo essere esclusa dall'area del fortuito.

La responsabilità esclusiva dell'altro conducente, lungi dal rappresentare un fattore riconducibile al 'caso fortuito' (che incide sul nesso causale) può semmai operare – come, di fatto, opera – sul piano della non imputabilità del danno e incidere, dunque, sul profilo della colpa, consentendo al conducente di liberarsi della presunzione di responsabilità prevista dall'art. 2054, comma 2, cod. civ.²⁵; tuttavia, essendo per l'art. 141 cod. ass. irrilevante l'accertamento sulle responsabilità nel sinistro, la condotta degli altri conducenti non dovrebbe poter mai valere come causa di esonero dell'obbligo incombente sull'assicuratore del vettore.

Un'ulteriore difficoltà interpretativa è data dal fatto che il 'caso fortuito', che vale a escludere in radice il nesso di causalità tra la condotta del conducente e il danno derivante dal sinistro, e la "prova di aver fatto tutto il possibile per evitare il danno", che vale a vincere la presunzione di responsabilità di cui

23 Sotto quest'ultimo profilo, ad esempio, si è affermato che "Il conducente di un veicolo a motore, per liberarsi dalla presunzione di colpa di cui all'art. 2054, comma primo, cod. civ., non può limitarsi ad allegare e provare che il sinistro sia stato preceduto dallo scoppio di un pneumatico, ma ha l'onere di provare sia che lo scoppio non sia dovuto a difetto di manutenzione, sia che lo sbandamento seguito allo scoppio sia stato inevitabile ed abbia precluso qualsiasi manovra di emergenza" (Cass., 3^a sez. civ., 6 settembre 2012, n. 14959 - pres. Amatucci, rel. Carleo).

24 Nello stesso senso MIOTTO G., *Azione del trasportato ex art. 141 cod. ass., caso fortuito e "fatto del terzo" nella circolazione stradale*, cit., p. 1910. Cfr. IANNARELLI A., *Danno cagionato da cose in custodia*, in *Dei fatti illeciti* (art. 2044-2059) in *Commentario del codice civile* dir. da GABRIELLI E., Torino 2011, pp. 205 ss. e, in part., p. 238: "la moderna concezione del caso fortuito si fonda sul riferimento ad un evento oggettivo che si caratterizza non solo per la sua inevitabilità, ma anche e fondamentalmente per la sua estraneità rispetto alle aree degli eventi che, a prescindere dalla loro evitabilità o inevitabilità, rientrano nell'area dei rischi tipologicamente presenti nelle diverse situazioni considerate dall'ordinamento ovvero riflettono i "pericoli tipici" da collegare ad una determinata attività umana". V. anche REALMONTE F., *Caso fortuito e forza maggiore*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, Sezione civile, II, Torino, 1988, pp. 248 ss.

25 A mente del quale, "Nello scontro tra veicoli si presume, fino a prova contraria, che ciascuno dei conducenti abbia concorso ugualmente a produrre il danno subito dai singoli veicoli".

all'art. 2054, comma 1, cod. civ., sono concetti tra loro molto vicini²⁶, eppure distinti²⁷: il primo esonera da responsabilità il conducente quando la situazione che ha determinato il sinistro non fosse ragionevolmente prevedibile; la seconda, quando il conducente ha effettivamente adottato tutte le cautele esigibili in relazione alle circostanze del caso concreto e, ciononostante, il sinistro – seppur prevedibile – si è verificato.

Ciò non esclude, beninteso, che il fatto di *un terzo* possa in astratto costituire un'ipotesi di fortuito (anzi, è ben possibile che una condotta umana integri gli estremi del fortuito rispetto a un sinistro stradale); più limitatamente, la tesi qui prospettata vuole argomentare nel senso che all'ambito del fortuito non può ricondursi la condotta – per quanto imprudente – di un altro utente della strada, la quale non può considerarsi 'imprevedibile'.

La soluzione prospettata appare in linea, del resto, con il costante orientamento giurisprudenziale formatosi nell'interpretazione dell'art. 2054 cod. civ. e riassumibile, volendo, nel concetto per cui chi guida deve sapere che *"la strada è pericolosa e può capitare anche l'impossibile"*, in modo da adottare tutte le cautele utili per evitare il verificarsi di un sinistro²⁸.

In conclusione, seguendo questa linea, il sinistro avvenuto per responsabilità esclusiva di (un altro) conducente non potrà mai dirsi 'imprevedibile', ma, al più 'inevitabile', con valutazione riferita al piano della responsabilità e non del nesso di causalità.

Ma, quand'anche non si convenisse con la ricostruzione appena offerta, un altro argomento soccorre a sostegno della tesi proposta, ed è legato a un'interpretazione testuale dell'articolo: nel momento in cui l'art. 141 cod. ass. prevede il fortuito come esimente, escludendo *expressis verbis* l'esigenza – o, me-

²⁶ Al punto che, anche nella manualistica tradizionale, si afferma che *"la responsabilità del conducente finisce con l'avvicinarsi molto ad una forma di responsabilità oggettiva"*: TORRENTE A., *Manuale di diritto privato*, cit., p. 913; *"avvicinarsi molto"*, però, non equivale a *"coincidere"*.

²⁷ Tanto è vero che la Corte di cassazione, anche in tempi recenti, ha ribadito che *"In tema di responsabilità civile derivante dalla circolazione dei veicoli, la presunzione stabilita dall'art. 2054, comma 2, c.c. non configura a carico del conducente un'ipotesi di responsabilità oggettiva, ma una responsabilità presunta da cui il medesimo può liberarsi dando la prova di aver fatto tutto il possibile per evitare il danno, ovvero dimostrando non l'impossibilità di una condotta diversa o la diligenza massima, bensì di avere osservato, nei limiti della normale diligenza, un comportamento esente da colpa e conforme alle regole del codice della strada, da valutarsi dal giudice con riferimento alle circostanze del caso concreto"* (Cass., 6^a-3 sez. civ., (ord.) 16 febbraio 2017, n. 4130 – pres. Amendola, rel. Olivieri).

²⁸ Se adempie correttamente a tale obbligo e il sinistro ugualmente si verifica, la circostanza varrà sul piano della colpa, ma non su quella del nesso causale.

glio, la possibilità – di vagliare le responsabilità dei conducenti dei veicoli coinvolti nel sinistro, sottrae necessariamente dall'area del fortuito il fatto dei conducenti medesimi. Detto altrimenti, in ogni caso il fatto dei conducenti non può essere considerato 'fatto imprevedibile del terzo' per previsione legislativa, perché è la norma a renderlo irrilevante.

In tal senso milita anche un'interpretazione rispettosa anche della "intenzione del legislatore" (art. 12, comma 1, Preleggi al Codice civile) laddove si ricordi che alla base della disposizione sta – anche – il Protocollo di intesa Governo, ANIA e le Associazioni dei consumatori del 5 maggio 2003, nel quale l'introduzione di una speciale azione a favore dei terzi trasportati è necessaria perché i medesimi "vanno risarciti sempre", "al di là delle rarissime ipotesi di incidenti accaduti per caso fortuito, vale a dire senza colpa di alcuno"²⁹. Sin dal 'seme' dell'art. 141 cod. ass., dunque, la nozione di 'caso fortuito' è stata concepita nel senso qui proposto.

Posta in questi termini, si comprende la ragione per cui la valutazione della responsabilità dei conducenti coinvolti nel sinistro dovrebbe essere del tutto irrilevante ai fini dell'art. 141 cod. ass., così vincendo le accuse di 'incoerenza' mosse al primo comma della disposizione.

1.4. Il revirement della Corte. La sentenza Cass, 3^a sez. civ., 23 giugno 2021, n. 17963 (pres. Frasca, rel. Scoditti): la natura sostanziale della norma e l'interpretazione del caso fortuito come limitato fattori naturali e fattori umani estranei alla circolazione di altro veicolo

Un significativo punto di svolta si è registrato con la sentenza, sempre della terza sezione civile, n. 17963 del 2021, in cui la Corte ha affrontato nuovamente il tema dell'interpretazione dell'art. 141 cod. ass. in tutti – o quasi tutto – i suoi aspetti, con argomentazioni solide che hanno posto le basi per il succes-

²⁹ Il riferimento è al 'Protocollo d'intesa sull'assicurazione R.C.Auto tra Governo, Ania e le Associazioni dei consumatori' del 5 maggio 2003, che, all'art. 3, affrontava il tema della "Velocizzazione dei risarcimenti per i danneggiati trasportati a bordo dei veicoli". Sulla premessa che "I soggetti trasportati a bordo dei veicoli (al di là delle rarissime ipotesi di incidenti accaduti per caso fortuito, vale a dire senza colpa di alcuno) vanno risarciti sempre" e che "Il modello di responsabilità civile su cui è costruita l'assicurazione r.c. auto (...) può comportare spesso tempi lunghi nel processo di liquidazione del danno, soprattutto in presenza di circostanze non chiare nella ricostruzione della responsabilità dell'incidente", i firmatari del Protocollo hanno concordato "sulla necessità di un intervento normativo che attribuisca sempre all'assicuratore del veicolo "vettore", a bordo del quale viaggiava il trasportato, l'obbligo di risarcimento del trasportato stesso (...) con indubbi vantaggi per le vittime". Il testo del Protocollo è reperibile in internet, al link https://dati.asaps.it/giurisprudenza/giur_merito/0041.htm.

sivo interessamento delle Sezioni Unite³⁰.

La Corte, per quanto di immediato interesse, ha affrontato, fra altro, anche il tema della natura della norma e del significato da attribuire alla locuzione 'caso fortuito'.

La sentenza consacra l'orientamento secondo cui il *proprium* della norma in esame esibisce connotati di indubbio rilievo sostanziale³¹, disponendo che l'assicuratore del vettore è tenuto a rispondere in ogni caso, pur in presenza della prova (o addirittura della mancata contestazione) dell'esclusiva responsabilità del conducente del veicolo antagonista, salvo il caso fortuito da intendere però restrittivamente rappresentato da *"fattori naturali e fattori umani estranei alla circolazione di altro veicolo"*.

Il ragionamento sviluppato dalla Corte si potrebbe definire di esemplare lucidità.

Dapprima, un argomento logico: *"in un giudizio in cui si prescinde dall'accertamento delle responsabilità nel sinistro, [quella di "caso fortuito] deve logicamente essere nozione distinta dalla condotta colposa del conducente dell'altro veicolo coinvolto e deve pertanto coincidere con i fattori naturali ed i fattori umani estranei alla circolazione di altro veicolo"*.

In secondo luogo, un argomento di natura sistematica: la previsione dell'art. 141, comma 4, cod. ass., a mente del quale l'impresa del vettore ha diritto di rivalsa nei confronti dell'impresa di assicurazione del responsabile civile dopo aver effettuato il pagamento, sarebbe inapplicabile se nel fortuito si facesse

30 Con questa pronuncia la Cassazione si è interrogata principalmente sull'applicabilità della norma ai sinistri che coinvolgono un solo veicolo, concludendo con una risposta di segno negativo. Come si è accennato *supra*, è questo il tema su cui sono state chiamate a intervenire le Sezioni Unite della Corte di cassazione. Nondimeno, nel ragionamento svolto dalla sentenza, la questione del 'caso fortuito' assume rilievo centrale, sicché entrambe le questioni acquistano eguale peso. Due, del resto, sono le massime estrapolate: 1) *"Il trasportato che ha subito un danno in un sinistro dove è coinvolto esclusivamente il veicolo sul quale era a bordo ha azione diretta verso l'assicuratore di tale veicolo, quale assicuratore del responsabile"*; 2) *"In tema di risarcimento danni da circolazione di veicoli, l'art. 141 del d.l.vo n. 209 del 2005, che consente al terzo trasportato di agire nei confronti dell'assicuratore del proprio vettore sulla base della mera allegazione e prova del danno e del nesso causale, "a prescindere dall'accertamento della responsabilità dei conducenti dei veicoli coinvolti nel sinistro", introduce una tutela rafforzata del danneggiato trasportato al quale può essere opposto il solo "caso fortuito", da identificarsi, non già con la condotta colposa del conducente dell'altro veicolo coinvolto, ma con l'incidenza di fattori naturali e umani estranei alla sua circolazione"*.

31 Come osservato, nell'esame della pronuncia, dalla successiva Cass., 3^a sez. civ., 20 luglio 2022, n. 22723, cit.

rientrare la responsabilità esclusiva del conducente antagonista³².

L'argomento appare di grande efficacia, in quanto la costruzione dell'art. 141 cod. ass. può reggere solo se si accantona qualsivoglia accertamento circa le responsabilità dei conducenti, da rinviare al momento, logicamente successivo, della rivalsa tra assicuratori (o, si può aggiungere, della richiesta di risarcimento del passeggero extra-massimale di legge).

Da ultimo, un argomento teleologico: estendere il giudizio sul caso fortuito alla responsabilità dei conducenti coinvolti nel sinistro *"significherebbe limitare l'azione del trasportato ai soli casi di responsabilità esclusiva o concorrente del vettore, con la conseguenza che l'art. 141 nulla aggiungerebbe alla comune azione ai sensi degli artt. 2054, comma 2, 2055^[33] cod. civ. e 144 cod. assicurazioni"*.

In tal modo, il principio secondo cui dal 'caso fortuito' ex art. 141 cod. ass. va sottratto il fatto dell'altro conducente si pone solido nel quadro interpretativo della norma.

Un ulteriore sforzo argomentativo vale a saldare definitivamente tale lettura.

Muovendo dallo scopo che ha mosso il legislatore nella formulazione dell'art. 141 cod. ass. – per i quali sono richiamati i precedenti della Consulta secondo cui la norma "[rafforza] la posizione del trasportato, considerato soggetto debole, legittimandolo ad agire direttamente anche nei confronti della compagnia assicuratrice del veicolo", con azione che si aggiunge all'ordinario rimedio offerto dall'art. 2054 cod. civ. –, la Corte pone l'accento sul dato per cui il diritto del passeggero verso l'impresa del vettore incontra il limite del massimale minimo di legge.

Si è visto, nell'introdurre la disposizione, che l'assicuratore del vettore è tenuto a risarcire il trasportato nei limiti del massimale minimo stabilito dalla legge; qualora il danno superi tale massimale, il danneggiato può chiedere l'eccedenza all'impresa che assicura il veicolo il cui conducente si è reso responsa-

³² Così, testualmente: *"Il riconoscimento del risarcimento senza «accertamento della responsabilità dei conducenti del veicolo coinvolti nel sinistro» spiega perché, ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 141, l'impresa di assicurazioni che ha effettuato il pagamento abbia diritto di rivalsa nei confronti dell'impresa di assicurazione del responsabile civile: ove nel caso fortuito si includa la condotta colposa dell'altro conducente, tale disposizione non potrebbe trovare applicazione"*.

³³ Norma che, nell'ambito della disciplina generale della responsabilità civile da fatto illecito – quindi anche della responsabilità civile da circolazione – disciplina la solidarietà tra i corresponsabili di un danno (comma 1), il diritto di regresso di colui che ha risarcito il danno nei confronti degli altri condebitori (comma 2) e la presunzione, *iuris tantum*, di parità delle quote di responsabilità in capo ai corresponsabili (comma 3).

bile del sinistro.

In tale limite, la Corte trova la chiave di volta per la spiegazione (anche) di tale scelta del legislatore, ancorandola alla propria nozione di 'fortuito'.

Esso costituirebbe, infatti, il "costo sopportato dal trasportato, per il beneficio dell'esclusione dal campo del caso fortuito della responsabilità dell'altro conducente", nonché il "beneficio per l'assicuratore" a fronte del "costo della possibilità di opporre esclusivamente quale causa del sinistro il fattore naturale o il fattore umano, estraneo alla responsabilità del conducente del veicolo antagonista".

La sentenza sembrava aver definitivamente risolto la questione, ricostruendo nella sua completezza la logica sottesa all'art. 141 cod. ass., norma natura sostanziale, che attribuisce al terzo trasportato la titolarità di un autonomo diritto risarcitorio nei confronti dell'assicuratore del vettore, il quale può liberarsi con la prova del fortuito inteso, però, come fatto naturale o fatto di un terzo *diverso* dal conducente del veicolo antagonista

Cionondimeno, il dibattito giurisprudenziale non si è comunque sopito, avendo oramai coinvolto i giudici di merito (e fra questi, per buona parte, i giudici di pace) e consentito alle imprese di assicurazione di rifiutare, in fase stragiudiziale, il risarcimento domandato ai sensi dell'art. 141 cod. ass. sulla base dell'asserita incolpevolezza del proprio assicurato³⁴.

34 Di recente, ad esempio, sentenza G.d.P. Torino, 15 settembre 2022, n. 2795 (inedita). La vicenda sottoposta all'attenzione del giudice muoveva da un sinistro tra tre veicoli, assicurati rispettivamente con le compagnie *alpha*, *beta* e *gamma* e la cui responsabilità era da attribuirsi in via esclusiva al conducente del veicolo *gamma*. Sul veicolo *alpha* viaggiava una terza trasportata che, in conseguenza del sinistro, subiva lesioni, per le quali inviava richiesta risarcitoria a *gamma* (e non ad *alpha*, compagnia del vettore). *Gamma* non definiva il sinistro e la trasportata ne chiedeva la condanna in sede giudiziale. Il giudice, nell'accogliere la domanda, ha argomentato nel senso che "l'azione risarcitoria che l'art. 141 [CAP] prevede sia esperita nei confronti dell'assicuratore del veicolo su quale era trasportato il soggetto danneggiato costituisce una mera opzione di cui il danneggiato può fruire, ma che rimane libero di agire in alternativa (...) nei confronti del responsabile civile, benché tale scelta implichi un onere probatorio a carico dell'attore anche con riferimento alla responsabilità della controparte, mentre con l'azione ex art. 141 [CAP] il danneggiato deve solo provare di essere stato a bordo del veicolo e di avere subito lesioni in conseguenza del sinistro". Questa conclusione (successivamente confermata anche dalle Sezioni Unite) poggia però su un argomento che si pone in netto contrasto con le pronunce di legittimità da ultimo segnalate sull'interpretazione dell'art. 141 cod. ass. Il Giudice, infatti, mostra di aderire a quell'indirizzo secondo cui "in tema di risarcimento del danno da circolazione stradale, l'azione conferita dall'articolo 141 [cod. ass.] al terzo trasportato nei confronti dell'assicurazione del vettore, postula l'accertamento della corresponsabilità di quest'ultimo, dovendosi riferire la salvezza del caso fortuito (...) anche alla condotta umana del conducente di altro veicolo coinvolto" e, quindi, l'assicuratore del vettore potrebbe liberarsi fornendo la prova "della totale assenza di responsabilità del proprio assicurato".

Tale ultima problematica è stata evidenziata anche dall'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) nella 'Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2021'³⁵, ove si legge: *"Sono stati effettuati interventi "alla radice" nei confronti delle imprese per ribadire una interpretazione dell'art. 141 CAP in linea con le finalità di tutela del terzo trasportato e con gli indirizzi consolidati della giurisprudenza di Cassazione^[36], a prescindere da qualsivoglia accertamento in ordine alla responsabilità nella causazione del sinistro in capo ai conducenti dei veicoli coinvolti"*³⁷.

1.5. *L'intervento delle Sezioni Unite*

Nella sentenza del 30 novembre 2022, n. 35318, le Sezioni Unite della Corte di cassazione, pur se non espressamente sollecitate sul punto, dedicano un paragrafo all'argomento qui in discorso, che titola *"La salvezza dell'ipotesi di sinistro cagionato da caso fortuito"*³⁸.

La pronuncia sottolinea in primo luogo che *"l'esame della previsione dell'art. 141 cod. ass. non può prescindere da una presa di posizione sulla questione della portata dell'incipit del primo comma"*, trattandosi *"di un tema centrale"* per la piena comprensione della disposizione.

Ebbene, dopo aver ripercorso i termini del contrasto giurisprudenziale, la Corte dichiara di condividere l'orientamento espresso dalla sentenza n. 17963 del 2021, confermando l'interpretazione secondo la quale la previsione, da un lato, dell'esimente del caso fortuito e, dall'altro lato, dell'irrelevanza di ogni accertamento in ordine alle responsabilità dei conducenti debba necessariamente essere letta in maniera unitaria, nel senso che *"il legislatore [ha] inteso escludere, in prima battuta, ogni accertamento concernente la colpa dei conducenti, che è riservato alla fase di rivalsa e che non può pertanto essere recuperato nell'ambito della salvezza del caso fortuito"*.

Tale meccanismo, conferma la Corte, è coerente con la finalità della norma, che è quella di *"impedire che il risarcimento del danno subito dal passeggero venga ritardato dalla necessità di compiere accertamenti sulla responsabilità del sinistro"*.

³⁵ Pubblicata il 28 giugno 2022 e consultabile al link <https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/relazione-annuale/index.html>.

³⁶ La relazione qui cita la sentenza appena esaminata Cass., 3^a sez. civ., 23 giugno 2021, n. 17963, cit.

³⁷ P. 199 della Relazione.

³⁸ Par. 18 della sentenza.

La conclusione ultima è dunque quella proposta dalla pronuncia del 2021 più volte citata: il 'caso fortuito' che vale ad esimere l'assicuratore del vettore dal risarcimento in favore del trasportato deve intendersi circoscritto alle cause naturali e ai danni causati da condotte umane *indipendenti* dalla circolazione di altri veicoli.