



A large, stylized graphic element on the left side of the page consists of several concentric arcs in a medium shade of blue, radiating outwards from the bottom left towards the center. This graphic is partially obscured by the title text below it.

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno III Numero 5/2025

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno III
Numero 5 – 2025

Direzione

Marco Ventoruzzo (direttore responsabile)*
Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (*Coordinatore*)

**Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi
Luisa Torchia - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener**

Comitato editoriale

Federico Riganti (*Coordinatore*)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

E-mail redazione: rivista@amfitalia.org

Progetto grafico a cura di creative-farm.it

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

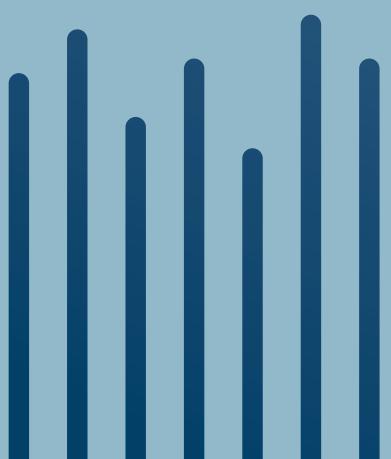
* “Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)”.

Indice

Interventi al convegno annuale di AMF Italia: “Costituzione e attività finanziarie: tra tutela del risparmio e competitività dei mercati”	7
<i>Sabino Cassese</i>	9
<i>Paola Severino</i>	11
Novità regolamentari e giurisprudenziali	17
<i>Fernando Greco</i> . Il paradigma dell'autoresponsabilità nella nuova intermediazione finanziaria	19
<i>Claudio Frigeni, Giulia Schneider</i> . Green Asset Ratio: ratio, struttura e prospettive evolutive alla luce della riforma Omnibus 2025	22
<i>Francesco Del Signore</i> . La Raccomandazione (UE) 2025/2029 della Commissione Europea in materia di conti di risparmio e di investimento: prime riflessioni	25
<i>Giovanni Bravi</i> . Il DMA e il diritto dei mercati finanziari: parallelismi nella teoria comune dell'infrastruttura regolata	31
<i>Giuseppe Quarantini</i> . “Crypto asset” e depositario di OICR/fondi pensione di diritto italiano	34
Giurisprudenza	37
Massime a cura di <i>Mateo La Torre Ruiz de los Llanos</i>	39



Interventi al convegno annuale di AMF Italia: “Costituzione e attività finanziarie: tra tutela del risparmio e competitività dei mercati”



di Sabino Cassese¹

1. Un programma “tradito”: l'art. 47 della Costituzione

L'articolo 47 della Costituzione dispone che la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio, e favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario dei grandi nei grandi complessi produttivi del paese: questo programma o promessa è stato rispettato? La Costituzione vivente ha rispettato la Costituzione legale?

Nello studio di Diego Caprara, Riccardo de Bonis, Luigi Infante, su “La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale”, in “Quaderni di economia e finanza” della Banca d’Italia, numero 470 del 2018 si può leggere che “alla fine del 2017 si stima che la ricchezza reale linda era 5,5 volte il reddito disponibile, con le abitazioni che contavano per 4,6 volte. La ricchezza finanziaria era 3,8 volte il reddito disponibile. La ricchezza totale linda delle famiglie era quindi circa 9,3 volte il reddito disponibile e la ricchezza totale netta 8,5 volte”. La stessa ricerca mostra che solo un quarto della ricchezza finanziaria è, a sua volta, costituita da azioni (si veda anche L. Cannari G. D’Alessio, *La ricchezza degli italiani Tra cambiamento climatico, declino demografico e innovazione digitale*, II ed., Bologna, il Mulino 2023, p. 31 ss; non ho potuto consultare Riccardo De Bonis, Luigi Infante, Enrico Saltari, *Risparmio e ricchezza. Come cambia la finanza delle famiglie*, Roma, Carocci, 2025).

La ricerca svolta dal Centro Einaudi per Intesa San Paolo intitolata “Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2024” relativa al 2023 - 2024, mostra che solo poco più del 5% della ricchezza finanziaria è costituita dalla componente azionaria.

Assumendo che il risparmio popolare a cui fa riferimento l'articolo 47 della Costituzione sia quello delle famiglie e dopo aver notato la minore importanza oggi costituita dalla piccola proprietà coltivatrice, bisogna riconoscere che il risparmio è andato in larga prevalenza alla proprietà dell'abitazione o comunque agli investimenti in beni reali, piuttosto che a quello azionario. Dunque, la promessa costituzionale non è stata mantenuta perché vi è stata una “rotazione” della tutela costituzionale.

2. La sua origine

L'origine dell'articolo 47 della Costituzione è nota: svalutazione della lira, emissione di moneta, proteste di piazza per la “marcia dei prezzi”, abbattimento del valore della moneta. Luigi Einaudi all'Assemblea costituente notò che “il fatto più clamoroso e socialmente dannoso verificatosi dal 1914 in poi” era stata la svalutazione. Di qui quella che Tommaso Zerbi e Luigi Einaudi chiamarono la “tragedia del risparmio popolare”, nel corso della discussione sull'articolo 44 della Costituzione, poi diventato articolo 47.

Quest'ultimo si deve alla penna di Tommaso Zerbi il quale alla Assemblea costituente notò “la tragedia di tutta la nostra generazione di piccoli risparmiatori che negli ultimi trent'anni o poco più ha veduto il potere d'acquisto della lira ridotto a un centoquarantunesimo della lira del 1913”.

Si voleva quindi evitare di convogliare il risparmio verso investimenti monetari a reddito fisso, “impieghi che già la prima inflazione aveva largamente falcidiato e che questa seconda ha ormai pressoché annichilito”.

Non bastava una formula come quella dell'articolo 31 dello statuto albertino, secondo il quale “il debito pubblico è garantito. Ogni impegno dello Stato verso i suoi creditori è inviolabile”, così come non bastarono accorgimenti del tipo del pagamento degli interessi per i titoli di debito pubblico con valute straniere.

Di qui la proposta di Tommaso Zerbi, che rimase sostanzialmente immutata nel corso del dibattito all'Assemblea costituente, che mirava alla protezione del risparmio più che alla promozione della sua utilizzazione a fini di sviluppo.

Va ricordato che Tommaso Zerbi, allievo di Gino Zappa, era stato professore di ragioneria all'università Bocconi e poi lo fu alla Cattolica, era un popolare sturziano, rappresentava la Democrazia cristiana e fu anche sottosegretario al bilancio con Pella come ministro. Egli, nel 1946, aveva scritto un libro sulla tutela del risparmio mediante investimento in beni reali, caldeggiando una forma di capitalismo popolare al posto del capitalismo di Stato, mediante l'utilizzo di “investment trust”.

Per comprendere la norma costituzionale bisogna anche ricordare che poi venne la stretta monetaria di Einaudi (la “linea Einaudi”) e la svalutazione della lira nei confronti del dollaro e della sterlina, promossa da Merzagora.

Tuttavia, la norma costituzionale non ha avuto seguito: si possono ricordare l'articolo 2349 del codice civile sull'assegnazione di utili ai lavoratori mediante speciali categorie di azioni; le azioni di risparmio previste nel 1974 e il loro potenziamento con il testo unico della finanza degli anni '90. Anche la Corte costituzionale, con le sentenze del 1957, del 1965 e del 1966, contribuì a un'interpretazione restrittiva dell'articolo 47. Maggiore peso ebbero però la prevalenza di imprese pubbliche, il basso numero di società quotate e la maggiore stabilità economica che produsse un minor bisogno di ricorrere all'articolo 47.

3. Dall'inattuazione alla inattualità?

L'articolo 47 era in sostanza ispirato ad una finalità programmatica già espressa nell'articolo 41, relativo questo all'indirizzo dell'attività economica pubblica e privata verso una funzione sociale.

Sia per l'influenza del liberismo economico, sia per l'impatto della costituzione economica europea, tuttavia, nel quasi ottantennio di storia repubblicana, l'attenzione è passata dalla promozione dell'indirizzo del risparmio alla finalità di tutela del mercato per cui si è scritto che dall'inattuazione del programma - promessa della Costituzione si è passati alla sua inattualità (Elisabetta Morlino, *Il risparmio popolare e l'investimento azionario nei grandi complessi produttivi*, in Sabino Cassese (a cura di), *La costituzione dimenticata*, Milano, Giuffrè, 2021, p. 305 ss).

Si può dire che il programma - promessa della Costituzione è

¹ Giudice emerito della Corte Costituzionale e Professore Emerito della Scuola Normale Superiore di Pisa. Il Professore Cassese ringrazia il dottor Andrea Brandolini, vicecapo del Dipartimento di economia e statistica della Banca d'Italia per i consigli forniti.

divenuto meno attuale per due motivi. Da un lato, la situazione economica di fatto, caratterizzata da maggiore stabilità, ha reso meno rilevante il ricorso alla predisposizione di condizioni di favore all'accesso del risparmio popolare ai settori indicati dall'articolo 47. Dall'altro, l'obiettivo è mutato, e piuttosto che puntare sulla tutela del risparmio si è puntato sulla tutela del mercato, lasciando quindi più libertà di scelta ai privati in un contesto di maggiore sicurezza degli investimenti, assicurata da una pluralità di strumenti, dalle agenzie di "rating" alla Consob, alla Banca centrale europea.

Si tratta di una modificazione non diversa da quella che ha portato a una modifica di fatto dell'art. 43 della Costituzione. Questo dispone che "a fini di utilità generale la legge può riservare originalmente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo, allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti

determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscono a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale". Ora, ad eliminare le "situazioni di monopolio" non si provvede con la mano pubblica, ma mediante gli interventi dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Si può quindi concludere che l'art. 47 non è stato tradito, ma che le condizioni e le priorità sono cambiate, e che quindi gli stessi obiettivi possono essere raggiunti in altro modo. Ma ci si può anche chiedere quale sviluppo avrebbe potuto avere l'Italia se sui grandi complessi produttivi del Paese fosse confluito, fin dall'inizio, il risparmio delle famiglie almeno in misura analoga a quello che è andato agli investimenti immobiliari (o a quelli in titoli del debito pubblico).

di Paola Severino¹

È per me un onore partecipare a questa iniziativa su un tema di assoluto rilievo, del quale ho già avuto modo di occuparmi, e che mi consente di approfondire la relazione tra i diritti fondamentali e il mondo, in costante crescita, dei mercati finanziari.

Si tratta di un argomento che non cessa di appassionare gli studiosi del diritto penale dell'economia, certamente stimolato proprio dalla sempre maggior centralità nel nostro tessuto economico dei mercati mobiliari. Nei paesi c.d. a capitalismo maturo, si registra infatti da decenni una spiccata *finanziarizzazione* dell'economia, che consente alle imprese l'accesso a un canale di approvvigionamento alternativo al classico circuito bancario. Accanto ai metodi "tradizionali" di concessione di credito, si è ormai delineata una piena apertura degli operatori economici a forme di finanziamento genericamente riconducibili all'emissione di strumenti finanziari, che fanno appello al pubblico risparmio per supportare l'attività (e quindi il rischio) d'impresa². Tale crescente interdipendenza con il tessuto imprenditoriale fa sì che il corretto e ordinato svolgimento dei mercati diventi fondamentale per garantire non più solo la tutela patrimonialistica del risparmio privato, ma anche e soprattutto un fattore essenziale per la crescita del sistema-Paese e il benessere economico dei suoi cittadini.

Credo poi che l'importanza di queste tematiche sia stata ormai colta anche dal grande pubblico. Già una decina di anni fa, in occasione di un altro convegno su questi profili organizzato dall'Associazione Italiana Professori di Diritto Penale, avevo infatti sottolineato come gli scandali finanziari dei primi anni 2000 avessero condotto a una mutata percezione del disvalore dei comportamenti devianti in tali contesti, alimentando così quella «domanda di tutela» rispetto alla quale il penalista è chiamato a interrogarsi³.

Per farlo, occorre, da un lato, riflettere sul ruolo del diritto penale nella regolazione dei mercati, in particolare sul valore costituzionale che si intende proteggere facendo ricorso a tale strumento alla luce della teoria del bene giuridico; dall'altro, prendere in considerazione i diritti fondamentali dell'individuo che da tale intervento possono essere incisi: non solo, com'è fisiologico, la libertà personale, ma soprattutto altri interessi costituzionalmente rilevanti che un utilizzo poco accorto del diritto sanzionatorio rischia ingiustamente di sacrificare (si pensi al *ne bis in idem*, al diritto al silenzio e alla proporzionalità della pena, temi che hanno molto impegnato negli ultimi anni la giurisprudenza e la dottrina).

Il mio discorso sarà quindi diviso in due parti, che rispecchiano questa prospettiva classica del penalista di formazione costituzionale, orientata a individuare da un lato il referente di tutela nella Carta Fondamentale e, dall'altro, quali barriere invalicabili i diritti dell'individuo impongono all'intervento dell'apparato repressivo dello Stato.

Partendo dunque dal primo dei temi che mi propongo di affrontare, credo sia innanzitutto necessario ripercorrere per *flash* le tappe di un dibattito noto agli studiosi del diritto penale dell'economia, relativo proprio alle difficoltà di individuare un diretto oggetto di tutela che avesse un ancoraggio concreto nella Costituzione, secondo la tradizionale impostazione di un Maestro del diritto penale, Franco Bricola⁴. Ritengo che tale difficoltà sia in parte da ricercare nella non univocità del modello di Costituzione economica prescelta dalla costituente, che indubbiamente rende più arduo, di riflesso, individuare un referente solido di tutela⁵. Cionondimeno, si tratta di un compito al quale il penalista non può sottrarsi: la stessa legittimazione del ricorso allo strumento penalistico – che, giova ricordare, tende a sacrificare nella sua impostazione tradizionale il supremo bene della libertà personale – si fonda sull'offesa di un valore che trova, almeno secondo l'approccio metodologico appena richiamato, un riconoscimento nella Carta fondamentale tale da poter ritenere giustificata e proporzionata la compressione proprio di tale bene in capo al singolo.

Partendo dunque da questa impostazione, in altro Convegno organizzato a Bologna alla fine degli anni '80 relativo ai profili penali della disciplina dei mercati finanziari, proprio Bricola aveva duramente criticato l'approccio volto ad ancorare la tutela a concetti di ordine macroeconomico ("economia pubblica" o la stessa evanescente espressione "mercato finanziario"), e denunciato la tendenza a confondere l'oggetto della tutela con il suo scopo finale. Già in quell'occasione, l'esempio prospettato riguardava proprio l'individuazione del fondamento della repressione dell'*insider trading* nell'efficiente funzionamento del mercato mobiliare: tale può certamente essere la *ratio* dell'incriminazione ma non certo il bene giuridico in relazione al quale saggiare l'offensività della condotta⁶.

In modo simile, ho già sostenuto come tale ruolo non potesse essere svolto nemmeno da un generico richiamo alla "sicurezza dei mercati finanziari", pure talvolta evocato come valore autonomo a partire dal quale ricercare i corretti strumenti di *enforcement*. Una simile espressione rischia infatti di divenire il «ripostiglio concettuale» nel cui nome è possibile giustificare una inarrestabile deriva repressiva, incapace di selezionare adeguatamente i comportamenti meritevoli di risposta penale⁷.

Del resto, anche se depurato dai concetti di "sicurezza" o "efficiente funzionamento", lo stesso mercato in sé non sembra poter assurgere a oggetto diretto di protezione. Il riferimento al *nomen* "mercato" non è affatto sufficiente per definire con la necessaria determinatezza il bene giuridico tutelato, poiché inevitabilmente sottende una molteplicità di contenuti suscettibili di offesa⁸, per i quali è arduo operare una *reductio ad unum* da ricondurre all'art.

¹ Presidente della Luiss School of Law e Professore Emerito di Diritto penale presso l'Università Luiss Guido Carli.

² F. MUCCIARELLI, *I reati del mercato finanziario*, in F. Consulich (a cura di), *Reati in materia bancaria e finanziaria*, in F. Palazzo-C.E. Paliero (diretto da), *Trattato teorico pratico di diritto penale*, Torino, 2024, 113 s.

³ Si consente il rinvio al nostro *Sicurezza dei mercati finanziari: interessi tutelati e strumenti di tutela*, in Riv. it. dir. proc. pen., 2014, 2, 673.

⁴ F. BRICOLA, voce "Teoria generale del reato", *Noviss. Dig. pen.*, XIV, Torino, 7 ss.

⁵ In merito al modello costituzionale prescelto in sede di costituente, cfr. G.U. RESCIGNO, voce *Costituzione economica*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. X, Roma, 2001.

⁶ F. BRICOLA, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1990, 38 s.

⁷ V. sempre il nostro *Sicurezza dei mercati finanziari*, cit., 676

⁸ Per gli stessi rilievi, da ultimo, F. MUCCIARELLI, *I reati del mercato finanziario*, cit., 111

47 Cost. Credo quindi che per seguire correttamente il *fil rouge* che lega l'intervento penale alla Carta costituzionale occorra allora individuare proprio quegli interessi che si celano dietro la maschera della generica "tutela del mercato mobiliare".

Una prima considerazione deve essere quella di riconoscere come i mercati finanziari siano caratterizzati da una rischiosità intrinseca per il patrimonio degli investitori, alea che è da loro riconosciuta e accettata e, dal lato istituzionale, oggetto di regolamentazione. Come dunque autorevolmente sostenuto – mi riferisco in particolare a un noto lavoro di Filippo Sgubbi – si tratta di una situazione di *rischio consentito*, nella quale la tutela giuridico-penale interviene all'attivarsi indebito di un rischio anomalo⁹. Rispetto ad altre attività non oggetto di normazione, l'area del rischio consentito è in questa sede facilmente ricavabile dalle regole di comportamento cui gli operatori – *in primis* emittenti e intermediari, ma anche gli stessi investitori – devono attenersi. Non a caso, già tempo addietro un altro Maestro di diritto penale – Cesare Pedrazzi – parlò di tutela del mercato come tutela "delle regole del gioco", volte a evitare che la libera iniziativa economica si potesse tradurre in condotte spregiudicate lesive di interessi di terzi¹⁰.

Se ne può trarre una sola conseguenza: la consistenza concreta degli interessi tutelati muta al variare delle regole che si prendono in considerazione. In altro scritto celebre, riprendendo tale idea di tutela del mercato, Tullio Padovani aveva riportato una efficace immagine che restituiscce plasticamente questo concetto, riprendendo quale esempio ludico i giochi di carte. In particolare, così come «l'asso nella manica, o le carte segnate trasformano la partita in un semplice espediente che simula il gioco ma dissimula un'operazione fraudolenta, il cui esito è scontato, o gravemente ipotecato, in favore il baro»¹¹, allo stesso modo le condotte di abuso di mercato incidono indebitamente sui termini del rischio insito nell'attività dei mercati finanziari, innescando quell'anomalia offensiva che lo strumento penale è quindi chiamato a contrastare.

L'offensività si apprezza dunque solamente con riferimento a quelle che abbiamo finora chiamato "regole del gioco" ma che corrispondono in realtà alle discipline di settore. Per questo motivo, si parla di reati *a offesa funzionale*, che non necessariamente causano un danno diretto (e di qui il fallimento di alcune delle riforme che tentavano di valorizzare il verificarsi di un "documento al risparmio"¹²), ma piuttosto anticipano la tutela penale e si fondano, in definitiva, sulla violazione di una regola strutturale del sistema-mercato, minando la fiducia collettiva che ne rende possibile il funzionamento. La differenza è sottile ma sostanziale: quando si reprimono le condotte di *market abuse*, non si tutela il "funzionamento" del sistema in sé, ma le regole che consentono al mercato di essere trasparente e "integro", senza le quali gli operatori economici non vi farebbero affidamento, così innescando quei «meccanismi disincentivanti» all'investimento altamente pregiudizievoli per l'efficiente allocazione del risparmio privato¹³.

Questo dunque mi sembra essere il vero nucleo di tutela: la fiducia dei risparmiatori/investitori, senza la quale il risparmio co-

stituzionalmente rilevante rimarrebbe sprovvisto di adeguata difesa. Quando infatti si afferma che in realtà oggetto di protezione è «l'interesse – individuale e collettivo – a una efficiente allocazione del risparmio»¹⁴, non si fa altro che riconoscere la concreta attuazione di tale interesse solo in un contesto regolativo che garantisca affidabilità e correttezza delle dinamiche di mercato. In assenza di queste condizioni, il risparmio non si traduce in investimento consapevole, ma si ritrae, si disperde o, peggio ancora, viene indirizzato verso canali opachi suscettibili di trasformarsi in mezzo di occultamento di proventi criminosi.

La fiducia degli investitori, dunque, rappresenta la struttura portante che permette al risparmio di essere investito, in quanto soltanto un mercato regolato, trasparente e affidabile consente a quello stesso risparmio di essere tutelato nella sua dimensione "dinamica", secondo una lettura evolutiva dell'art. 47 della Costituzione. Credo infatti sia ormai consolidato che la disposizione costituzionale che prevede la tutela del risparmio vada letta nel senso di garantire protezione anche e soprattutto alla canalizzazione di tale denaro nei mercati finanziari. Del resto, l'investimento così inteso non è altro che risparmio mobilitato, a sua volta funzionale, come ho accennato in apertura, al finanziamento del tessuto economico-imprenditoriale e alla crescita del sistema-Paese.

In altre parole, la repressione delle condotte di *market abuse* assume il compito di proteggere il presupposto stesso affinché la promessa costituzionale di tutela possa realizzarsi in un'economia che affida al mercato il ruolo di allocatore primario del capitale. Se il risparmiatore non confida nella correttezza del sistema, se percepisce che vi sono soggetti che operano con vantaggi informativi indebiti o diffondono false informazioni o comunque agiscono con poteri manipolativi dei prezzi spesso incomprensibili al "risparmiatore comune", egli si ritrae dall'investimento e quel risparmio, invece di generare ricchezza, rimane inattivo.

Pertanto, la tutela penalistica si giustifica non in nome di una generica efficienza (o sicurezza) del sistema, ma in ragione della tangibile necessità di proteggere quell'affidamento che consente al risparmio di essere messo a frutto nella legalità del mercato.

Tale conclusione mi sembra supportata anche da quella «opzione netta a favore della sanzione criminale»¹⁵ prescelta in sede europea già con la MAD I e poi consolidata con il pacchetto sugli abusi di mercato del 2014, funzionale anche a evitare distorsioni della concorrenza dovute a possibili fenomeni di *forum shopping* da parte degli operatori nell'ambito di un'attività che fisiologicamente travalica i confini nazionali. Del resto, dall'analisi dei *considerando* di tali atti di diritto derivato emerge chiaramente come i due poli di tutela nella prospettiva europea siano proprio l'integrità del mercato e la fiducia dei risparmiatori. Ma, come ho già avuto l'occasione di sostenere, l'osservanza delle regole del mercato (da cui evidentemente se ne desume l'integrità) è funzionale proprio a mantenere la fiducia che consente allo stesso mercato di operare.

Così individuato il bene giuridico di riferimento e dovutamente sottolineato il suo collegamento con la Costituzione, è ora

⁹ Il riferimento è a F. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, 344

¹⁰ C. PEDRAZZI, voce *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen., Agg.*, Torino, 1993, 653 s.

¹¹ Cit. da T. PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 643.

¹² Critico nei confronti di un simile assetto di tutela era già S. SEMINARA, *Considerazioni penalistiche sul disegno di legge in tema di tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, 511.

¹³ Giungevo a queste conclusioni già in *Sicurezza dei mercati finanziari*, cit., 679.

¹⁴ L'espressione è di F. BRICOLA, *Profilo penale della disciplina del mercato finanziario*, cit., 39.

¹⁵ Cit. da F. MUCCIARELLI, *I reati del mercato finanziario*, cit., 117.

opportuno analizzare più da vicino il tema prima anticipato dei diritti individuali – pure riconosciuti dalla Carta fondamentale – che il diritto sanzionatorio dei mercati finanziari, più di altri settori anche dello stesso diritto penale economico, tende a comprimere. Sul punto, prima di operare una veloce rassegna volta a enucleare i singoli problemi intorno ai quali si concentra oggi il dibattito scientifico, è però necessario fare una premessa di metodo, relativa agli illeciti non aventi natura formalmente penale.

Il comparto sanzionatorio dei mercati finanziari è stato il terreno d'elezione per quella che è stata efficacemente definita «sanzione amministrativa di nuova generazione»¹⁶. Si tratta di una sanzione priva del *nomen* «pena» ma che presenta una elevatissima afflittività: pur non prevedendo la privazione della libertà personale, incide in maniera draconiana sul patrimonio della persona fisica o giuridica, nonché sulla libertà di iniziativa economica e diritto al lavoro (e mi riferisco qui alle sanzioni interdittive, anch'esse di natura amministrativa). Ancora, è spesso caratterizzata da meccanismi stigmatizzanti, che prevedono cioè la pubblicazione della sanzione (cd. *naming and shaming*), che inevitabilmente rendono più difficoltoso continuare a svolgere la propria attività professionale anche cessate formalmente le sanzioni interdittive. Peraltra, spesso l'impugnazione del provvedimento che irroga tali misure afflittive non ne sospende l'esecuzione. Sul piano processuale, la competenza spetta poi ad Autorità indipendenti, su modello delle *Agencies* di stampo anglosassone, che godono di prerogative tendenzialmente riservate ai pubblici ministeri (si pensi, ad esempio, alla possibilità di richiedere documenti, dati o registrazioni telefoniche o al potere di procedere ad audizione personale o finanche a ispezioni e a sequestro conferiti alla Consob *ex art. 187-octies del TUF*).

Ecco, non sorprende allora come tale figura di illecito amministrativo ampiamente utilizzata nell'ambito della tutela del mercato mobiliare sia diventata paradigmatica dell'illecito «formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale», secondo un percorso inaugurato ormai quasi cinquant'anni fa dalla Corte di Strasburgo nella celebre pronuncia *Engel*, volto a estendere le classiche garanzie penalistiche anche agli illeciti privi di tale qualifica ma aventi contenuti o comunque scopi analoghi¹⁷. Si evita così la c.d. «truffa delle etichette», cioè l'aggiramento dei diritti fondamentali dell'individuo ricercato tramite il ricorso a una sanzione altamente pregiudizievole ma che presenta una natura amministrativa sulla carta, così da non richiedere l'applicazione delle garanzie tradizionalmente riservate al «penale».

Saggiare il rispetto dei diritti costituzionalmente tutelati da parte del sistema sanzionatorio dei mercati finanziari senza adottare la prospettiva della *matière pénale* così intesa si tradurrebbe quindi in un approccio poco efficace, eccessivamente formalistico e, soprattutto, sganciato dalla afflizione reale subita dai cittadini attinti da sanzioni in tutto e per tutto assimilabili a quella penale ma prive di tale *nomen*. Peraltra, mi sento di dire che numerose questioni interpretative circa il rispetto dei suddetti diritti nascono proprio dalla compresenza di illeciti aventi natura diversa. Per concludere dunque questo mio intervento, mi concentrerò su tre di tali pro-

blematiche: diritto al silenzio, *ne bis in idem* e proporzionalità della risposta sanzionatoria.

a) Proseguendo dunque con il primo dei diritti fondamentali citati, il diritto al silenzio rappresenta uno degli snodi più delicati nella riflessione penalistica contemporanea, soprattutto quando si confronta con gli strumenti di *enforcement* amministrativo tipici del diritto dei mercati finanziari che ho appena avuto modo di trateggiare. Il fondamento costituzionale di tale diritto, che si traduce nella prerogativa per l'indagato (o, in ambito amministrativo-punitivo, per un usare una terminologia più neutra, «dell'inculpato») di non collaborare alla propria condanna, trova radice anzitutto nell'articolo 24 della Costituzione, «quale corollario essenziale dell'inviolabilità del diritto di difesa»¹⁸, e si salda poi agli artt. 6 CEDU e 14 del Patto internazionale sui diritti civili e politici (PIDCP) per il tramite dell'art. 117 Cost. Appare poi appena il caso di precisare come gli artt. 47 e 48 della Carta di Nizza – anch'essi costituzionalmente rilevanti *ex artt. 11 e 117* – pure siano stati interpretati nel senso di garantire il diritto al silenzio, tanto da essere richiamati nella nota pronuncia della Corte costituzionale sul caso *Consob*¹⁹.

L'Autorità di vigilanza, com'è noto, gode infatti del potere di procedere ad audizione personale di chiunque possa essere informato sui fatti riguardanti abusi di mercato, peraltro in ottemperanza alle regole unionali. La mancata cooperazione con tale obbligo, ove non configuri il più grave delitto di ostacolo previsto dal codice civile, è sanzionata con un apposito illecito amministrativo, che rientra di diritto tra quelli che abbiamo definito «di nuova generazione», oscillando la previsione edittale tra diecimila e cinque milioni di euro e fatta salva la possibilità di aumentare tale sanzione fino al doppio dell'eventuale vantaggio conseguito, ove superiore. Ecco, la minaccia di tale sanzione rivolta anche a chi è sospettato di aver commesso condotte di *insider trading* aveva l'effetto pratico di costringere a rendere dichiarazioni *contra se*, che potevano peraltro fondare sia l'irrogazione da parte della stessa Consob di una ulteriore (e ancor più afflittiva) sanzione amministrativa per la condotta di *market abuse*, sia il parallelo procedimento penale per gli stessi fatti. Appare dunque da salutare con favore la sentenza della Corte costituzionale, ormai di qualche anno fa, che all'esito di un fruttuoso dialogo con la Corte di Giustizia ha dichiarato la disposizione citata costituzionalmente illegittima nella parte in cui si applica anche alla persona fisica che si sia rifiutata di fornire alla Consob risposte che possano far emergere la sua responsabilità per un illecito passibile di sanzioni amministrative di carattere punitivo, ovvero per un reato²⁰.

Le questioni che rimangono tuttavia sul tappeto sono numerose e riguardano la possibile *modulazione* di tale diritto nell'ambito della materia amministrativa punitiva, quantomeno se si ammette una sua portata attenuata per le sanzioni che non rientrano nel «nocciolo duro» del diritto penale. Sia la Consulta sia la Corte di Giustizia hanno infatti riconosciuto come il diritto al silenzio non possa giustificare, ad esempio, il rifiuto di presentarsi all'audizione o manovre dilatorie volte al solo scopo di rinviarne lo svolgimen-

¹⁶ La definizione è di F. VIGANÒ, *Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2020, 4, 1811.

¹⁷ C. Eur. Dir. Uomo, 8 giugno 1976, ricorso n. 5100/71, *Engel e a. c. Paesi Bassi*.

¹⁸ L'espressione è della Corte cost., ord. n. 117 del 2019, par. 7.1 del Considerato in diritto.

¹⁹ I riferimenti sono a Corte cost., sent. 84 del 2021.

²⁰ Per un'analisi più ampia della problematica, v. di recente il lavoro di E. AMATI, *Dinamiche evolutive del diritto al silenzio*, Torino, 2022.

to. Ancor più delicata appare la questione della produzione documentale, oggi al centro di un dibattito in seno alla Corte EDU, e che coinvolge direttamente anche gli enti collettivi, che pure possono essere destinatari di una simile sanzione afflittiva. Il tema è stato solo accennato dalla sentenza citata, in cui si è affermato in un *obiter dictum* che non risulterebbe coperto da tale diritto il rifiuto di consegnare dati, documenti o registrazioni preesistenti alla richiesta dell'Autorità di vigilanza²¹. La precisazione è di particolare rilevanza, poiché numerosi vincoli di collaborazione nell'ordinamento italiano, specialmente nel settore economico, si sostanziano proprio nell'obbligo, penalmente o amministrativamente sanzionato, di consegna di documenti, anche laddove in essi sia facilmente rinvenibile la prova di un commesso reato. Mi sembra dunque che il percorso relativo al diritto al silenzio sia stato soltanto inaugurato e rimangano in realtà numerose problematiche connesse al contenuto sostanziale del *nemo tenetur se detegere* nell'ambito dell'*enforcement* finanziario.

b) Il secondo aspetto riguarda proprio la convergenza di entrambe le sanzioni per la stessa violazione, il cui caso esemplare sono gli illeciti di abuso di mercato. Questa coesistenza di multipli binari sanzionatori, acuita dal notevole grado di rigore delle diverse misure punitive e replicata anche per le persone giuridiche, pone delicati problemi interpretativi in punto di bilanciamento tra una adeguata tutela dei mercati finanziari e il rispetto dei diritti fondamentali dell'individuo. In particolare, è possibile affrontare la questione da due diverse prospettive. Su un versante *processuale*, l'individuo attinto dal doppio binario subisce inevitabilmente il peso di due procedimenti: uno Consob e uno di fronte l'autorità giudiziaria. Su un versante *sostanziale*, la conseguenza logica di tale *bis* procedimentale è la possibile duplicazione delle sanzioni che, salvo un adeguato coordinamento tra le due autorità precedenti, rischia di risultare, invero, in contrasto con il principio di proporzionalità della pena.

Riservandomi dunque di analizzare più da vicino questa seconda direzione nell'ultima parte del mio intervento, devo però sin da subito dire che i due aspetti sono tra loro strettamente connessi. Mi riferisco alla interpretazione attuale del *ne bis in idem* nell'ambito dei doppi binari che, a partire da *A e B c. Norvegia*, richiede in sostanza un giudizio di bilanciamento tra il fine perseguito dalla previsione di una doppia sanzione e il sacrificio subito dal singolo individuo, il cui parametro maggiormente significativo è dato proprio dalla proporzionalità complessiva del trattamento sanzionatorio, raggiunto tramite una "presa in considerazione" della sanzione irrogata per prima dal giudice che interviene per secondo, nonché dall'adeguata interconnessione tra i due procedimenti²². È proprio tale insegnamento, infatti, che ha portato alla riformulazione dell'art. 187-terdecies del TUF nella parte in cui prevede l'obbligo reciproco per l'autorità amministrativa e giudiziaria di tener conto di ogni misura punitiva già irrogata, che ha inaugurato un *trend* seguito poi dal doppio binario in tema di beni culturali e, da

ultimo, dalla riforma del diritto penale tributario. In dottrina, si è anche proposto di intervenire sull'art. 132 del codice penale, prevedendo un congegno simile che valga per ogni possibile doppio binario²³. Anche in questa prospettiva rimane però aperto il tema del sacrificio procedimentale subito dall'individuo o ente attinto dal cumulo sanzioni: pur potendo beneficiare (in astratto) di una sanzione doppia ma "proporzionata", persiste il pregiudizio ineliminabile di aver comunque subito due procedimenti sanzionatori per lo stesso fatto, aspetto di per sé in tensione con il *ne bis in idem*, che pure trova riconoscimento costituzionale negli artt. 24 e 111 Cost. Tale ambito è stato valorizzato nell'ultima recente svolta della Corte costituzionale in materia di diritto d'autore, con cui si è dichiarato costituzionalmente illegittimo quello specifico doppio binario poiché reputato strutturalmente incapace di garantire finanche quei correttivi minimi che la Corte EDU ha imposto a salvaguardia delle garanzie del cittadino²⁴.

Mi sembra quindi che i tempi siano finalmente maturi per un definitivo superamento di questo modello di *enforcement*, del resto abbandonato in altri Paesi europei: pensiamo alla Francia, che ha introdotto un meccanismo di coordinamento tra l'*AMF* e la Procura prima dell'esercizio dell'azione penale o alle linee guida che orientano i *Prosecutor* britannici anche sulla base dei procedimenti già istituiti dall'*FCA*²⁵. Nel nostro ordinamento, in cui vige il principio di obbligatorietà dell'azione penale, la soluzione potrebbe piuttosto risiedere nella differenziazione delle fattispecie legali, in modo che i perimetri degli illeciti di diversa natura non si sovrappongano, come avviene, ad esempio, in Spagna²⁶.

c) Da ultimo, concentrandoci sul versante sostanziale della proporzionalità, mi sembra che vi sia una generale convergenza di opinioni circa l'eccessiva severità delle pene in senso lato per i delitti di *market abuse*. Basti ricordare che per i due principali illeciti in materia – *insider trading* e manipolazione di mercato – tanto l'*enforcement* penale quanto quello amministrativo prevedono una severa sanzione pecunaria, il cui massimo edittale arriva rispettivamente a tre e cinque milioni di euro e che può essere aumentata fino al triplo o fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, secondo determinati criteri che dovrebbero guidare la discrezionalità del giudicante, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo; distinte sanzioni interdittive, con effetti altamente incapacitanti; la confisca del profitto dell'illecito, anch'essa soggetta a una operazione di razionalizzazione a opera della Corte costituzionale, prima, e del legislatore, poi, per confinare il suo spazio applicativo alla sola differenza tra denaro investito e illecito realizzo. A tutte queste misure punitive, si aggiungono poi la pena detentiva – calibrata su una cornice edittale tra le più alte di tutto il diritto penale dell'economia, ossia da due a dodici anni – e i danni che possono essere richiesti dalla Consob come parte civile nel processo penale, che secondo molti hanno una finalità ultra-compensativa che li fa annoverare di diritto tra le già numerose sanzioni a presidio del corretto funzionamento dei mercati finan-

21 Corte cost., sent. 84 del 2021, par. 3.6 del considerato in diritto

22 C. Eur. Dir. Uomo, 15 novembre 2016, ricorsi n. 24130/11 e 29758/11, *A e B c. Norvegia*

23 Così A.F. TRIPOLDI, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi*, Torino, 2022, 338 ss.

24 Cfr. Corte cost., sent. 149 del 2022, con nota, tra gli altri, di S. SEMINARA, *Il divioto di bis in idem: un istituto inquieto*, in *Dir. pen. proc.*, 2022, 1381 ss.

25 Con riferimento all'ordinamento anglosassone, v. già sul tema F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 402 s. e, nell'ottica del ne bis in idem europeo, F. MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, Torino, 2017, 334, nota 149.

26 In merito alla soluzione prescelta dal legislatore spagnolo, v. di recente l'analisi di A. GULLO, *Ne bis in idem e materia penale: un'introduzione*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2025, 7 s., note 47 e 49.

ziari, nell'accezione che abbiamo visto in apertura.

Tale picco sanzionatorio, almeno con riferimento alla pena detentiva, è frutto di una norma nota agli specialisti del settore – l'art. 39 della legge sulla tutela del risparmio – che ha raddoppiato tout court tutte le forbici edittali previste da diversi “pacchetti” di norme sanzionatorie, allontanandosi non poco, come ho avuto modo di precisare anche in altra occasione, dall'accortezza che si dovrebbe avere quando si legifera in materia penale²⁷.

Anche dunque tralasciando lo squilibrio sanzionatorio che può derivare dall'applicazione congiunta della sanzione penale e amministrativa, mi sembra che anche l'irrogazione della sola pena sconti il rischio di risultare in sé sproporzionata, specialmente alla luce della crescente attenzione che la Corte costituzionale ha di recente riservato a questo specifico e autonomo diritto fondamentale – il diritto a una pena proporzionata – ricondotta agli artt. 3 e 27 Cost.²⁸

Per concludere dunque queste mie brevi riflessioni, non credo si possa fare a meno di una tutela *penale* del risparmio, considerato da un lato il peso attribuito a quest'ultimo dalla Carta costi-

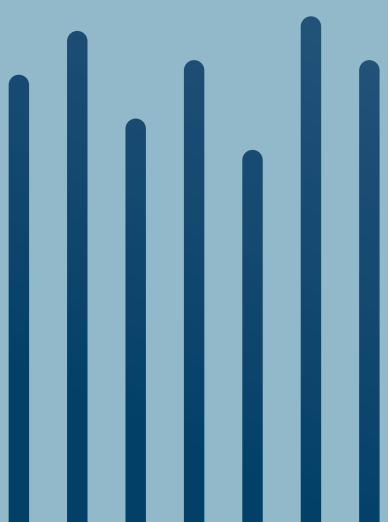
tuzionale e l'evoluzione del sistema contemporaneo del mercato dei capitali, sempre più indissolubilmente connesso alla realtà di numerosissime imprese e, di riflesso, alla crescita economica del Paese. Allo stesso tempo, per quanto riguarda la traduzione positiva degli strumenti di tutela prescelti, è però difficile non ammettere come sia in effetti possibile la costruzione di un modello di *enforcement* migliore di quello attuale, più attento ai diritti fondamentali dell'individuo, perno della nostra carta costituzionale, e contro il cui aggiramento a opera di una diversa “etichetta” è necessario prendere posizione. A questo proposito, credo che il percorso avviato dalla Corte EDU con la famosa pronuncia *Engel c. Paesi Bassi* sia ancora lontano dal raggiungere la sua conclusione. Il nostro sistema sanzionatorio in materia finanziaria ne è, ritengo, l'esempio più significativo: la presenza di sanzioni amministrative altamente afflittive richiede effettivamente l'applicazione di uno statuto “forte” di garanzie che, anche se non interamente sovrapponibile a quello che informa il sistema penale, certamente negli anni si è sempre più modellato sulla sua falsariga; e, probabilmente, è la strada corretta su cui proseguire.

27 Anche per i dovuti riferimenti, si rinvia al già citato *Sicurezza dei mercati finanziari*, cit., 682.

28 Sul tema v. la recente indagine di F. VIGANÒ, *La proporzionalità della pena*, Torino, 2021.



Novità regolamentari e giurisprudenziali



Il paradigma dell'autoresponsabilità nella nuova intermediazione finanziaria

di Fernando Greco¹

Il concetto di “autoresponsabilità” nasce connaturato da una sorta di intrinseca ambiguità, come è già stato rilevato in dottrina², dal momento che, solitamente «*si è responsabili soltanto per le proprie azioni, e non già per le azioni altrui, per cui, in tale eccezione, “responsabilità è autoresponsabilità”*»³. Orbene, l'autoresponsabilità, nell'ampio segmento del diritto e dell'intermediazione finanziaria, deve essere necessariamente riempita di un contenuto nuovo e differente, anche rispetto a quello tradizionale dell'archetipo civilistico del concorso colposo, *ex art. 1227 c.c.*, per cui, come noto, in un bilanciamento tra deterrenza e prevenzione, il soggetto danneggiato è assoggettato alle conseguenze dannose eziologicamente connesse alla propria negligenza.

Invero, il riferimento principale deve essere scientemente rinvenuto nell'ordine di principi generali, tripartito tra buona fede, correttezza e, soprattutto, solidarietà, da intendersi nella sua accezione più prossima alla cooperazione tra le parti contraenti. Il principio di autoresponsabilità deve contenutisticamente relazionarsi con le logiche sottese a quello di proporzionalità, assumendo, conseguenzialmente, una sorta di connotazione “a geometrie variabili”, rispetto alla specifica caratterizzazione del cliente-investitore⁴.

L'autoresponsabilità, di per sé, esige indubbiamente che il cliente si faccia parte diligente, ovverosia assuma un ruolo proattivo: in altri termini, l'investitore deve avere contezza che assume la paternità delle dichiarazioni che andrà a sottoscrivere nel questionario MiFID, dovendo rifuggire da qualsivoglia ricostruzione teorica che veda il soggetto profilato supinamente esposto ai comportamenti dell'investitore (o del consulente finanziario)⁵ o, in ogni caso, trincerato dietro al velo di Maya dell'asserita incompetenza finanziaria o insipienza. Nonostante tutti gli eventuali limiti cognitivi – approfonditi *funditus* dagli studi di finanza comportamentale⁶ – l'investitore deve essere parte attiva del rapporto e rendersi conto di ciò che sottoscrive, senza poterne successivamente pretendere *sic et simpliciter* il disconoscimento e addebitare all'intermediario una generica responsabilità⁷. In senso ulteriormente avvalorativo, il principio di autoresponsabilità è stato ritenuto riferibile e, quindi, pienamente operativo anche con riferimento alle ipotesi in cui il cliente-investitore, essendosi rifiutato di fornire le risposte a tutte o ad alcune domande del questionario (che, si badi, non è mai ostativo a porre in essere un'operatività, implicando, al più un onere di agire in maniera maggiormente prudenziale), non abbia messo l'intermediario in condizioni di profilarlo, assumendosi, inevitabil-

mente, la responsabilità delle conseguenze della scelta effettuata (a condizione che lo stesso intermediario sia in grado di comprovare puntualmente la tempestiva informazione circa l'impossibilità di porre in essere una valutazione di adeguatezza/appropriatezza). In punto di *internet banking*, ciò si traduce nella sostanziale esenzione di responsabilità dell'intermediario che provi di aver mostrato al proprio cliente un *warning* relativo all'impossibilità di valutare l'appropriatezza degli ordini impartiti, per mancato rilascio delle necessarie informazioni di base⁸.

In buona sostanza, è sulla base della profilatura, effettuata normalmente tramite un questionario o un'intervista al cliente-investitore, poggia l'intero processo di investimento: invero, è in funzione della ricostruzione del “profilo” finanziario che si basa l'offerta che l'intermediario è legittimato a proporre alla propria clientela; di tal guisa, l'intermediario deve poter legittimamente riporre affidamento sulle risultanze della profilatura, sulla loro obiettiva e verosimiglianza, sull'affidabilità, completezza e coerenza delle informazioni ivi rese.

Ciò premesso, il generale principio di autoresponsabilità è, probabilmente, troppo irregimentato dalla giurisprudenza di merito, che, per esempio, è giunta a ritenere sufficiente, in modo quasi *tranchant*, l'autodichiarazione del legale rappresentante della società investitrice per esonerare l'intermediario finanziario dall'obbligo di indagare ulteriormente le concrete ed effettive conoscenze della società cliente del funzionamento dei mercati finanziari e della pericolosità degli investimenti⁹. Questa versione granitica deve raffrontarsi con alcuni calmieri, che sono stati progressivamente sviluppati dalla giurisprudenza arbitrale (spesso precorritrice), in chiave di un prudente bilanciamento tra la necessaria tutela di stampo consumeristico del cliente-investitore¹⁰ e la realistica attenzione che ci si può attendere dall'intermediario, senza, pur tuttavia, sfociare in pindarici esercizi di retorica o anacronistiche reviviscenze di processi alle streghe. Che l'autoresponsabilità dell'investitore/risparmiatore possa assumere un rilievo al fine di valutare l'effettiva esistenza di un deficit informativo da parte dell'intermediario, è un dato assodato: l'adeguatezza e/o l'appropriatezza di un'operazione di acquisto di strumenti finanziari, in relazione alle specifiche esigenze e caratteristiche del cliente, può essere desunta dalle dichiarazioni rese all'intermediario (specialmente tramite il questionario di profilatura), nonché dalle scelte di investimento concretamente effettuate in passato (la c.d. operatività pgressa)¹¹, rappresentanti

¹ Professore Ordinario di Diritto Privato e di Diritto della banca, della finanza e delle assicurazioni presso l'Università del Salento e Avvocato Cassazionista.

² Il riferimento è a RIZZO, *Il problema delle concuse dell'evento dannoso nella costruzione del modello civile di causalità giuridica: introduzione a una teoria*, in *Resp. civ. prev.*, 2022, 713 ss.

³ V. BARBERIO, *Intermediazione finanziaria – Il contagio dell'investitore: fra nesso di occasionalità e concorso di colpa*, in *La Nuova Giurisprudenza Civ. Comm.*, n. 2, 1 marzo 2023, 246 ss.

⁴ Sul punto, MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato di Diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, 2025, 77 ss.

⁵ V. ACF, 20 settembre 2023, n. 6818.

⁶ Sul punto, LIACE, *La finanza comportamentale*, in *Manuale di Diritto del Risparmio*, a cura di GRECO, Pensa Multimedia, 2021.

⁷ In senso conforme, DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Wolters Kluwer, seconda edizione, 2024, 236 ss.

⁸ Cfr. ACF, 17 giugno 2024, n. 7430.

⁹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 6 settembre 2021, n. 24046.

¹⁰ Sul punto, CHIRONI, *Obblighi informativi e riparto dell'onere probatorio: il punto di partenza per la tutela del risparmiatore e per l'integrità del mercato*, in *Resp. Civ. Prev.*, fasc. n. 3/2020, 918 ss.

¹¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 21 dicembre 2023, n. 35782.

elemento rientrante nel perimetro del giudizio di *matching* tra investitore e prodotto cui è sempre chiamato l'intermediario¹².

Ciò posto, mutuando un lessico matematico, gli asintoti entro cui ricondurre il paradigma della autoresponsabilità sono la congruità, da un lato, e la diligenza professionale, dall'altro. Ebbene, in virtù di quanto già rassegnato, il cliente-investitore, mediante la sottoscrizione del questionario MiFID, assume la paternità delle dichiarazioni ivi contenute e non può che ritenersi vincolato a queste: tale circostanza si traduce nella non-bastevolezza, per porre nel nulla le alternative opzionate, della mera allegazione generica che l'intermediario abbia autonomamente predisposto le risposte al questionario e che, contestualmente, l'investitore si sia limitato esclusivamente allo loro sottoscrizione¹³. Invero, «*il cliente ha l'obbligo di rendersi conto di ciò che sottoscrive e non deve accettare supinamente eventuali comportamenti non corretti dell'intermediario e, soprattutto, deve operare quale parte attiva del processo di investimento*»¹⁴. La giurisprudenza arbitrale, di fatto, si pone senza soluzione di continuità, salvo addivenire ad alcune specificazioni, in punto di “congruità”. Il ricorso alle nuove forme di (dis)intermediazione finanziaria, rappresentate dall'operatività tramite piattaforme online di *internet/home banking*, ha funto da cassa di risonanza del problema dell'affidamento che l'intermediario possa, effettivamente e scientemente, riporre sulle dichiarazioni del proprio cliente, specie ove demandate all'assetta interposizione di un *device*. Il Collegio dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) ha, a più riprese, stigmatizzato strutture incongruenti dei questionari MiFID, nonché incoerenze nelle loro risultanze. A tale ultimo riguardo, un questionario che faccia emergere un profilo di investitore decisamente evoluto e particolarmente propenso all'assunzione di rischi, ove associato all'assenza di dati fattuali (primo fra tutti una precedente, significativa operatività in strumenti finanziari), è sintomo inequivocabile di incoerenze informative e valutative, atte a dover ingenerare una “*legitima sospicione*” nell'intermediario e a sterilizzare l'autoresponsabilità: l'operatore è chiamato a revocare in dubbio l'attendibilità delle informazioni ricevute, dovendo porre in essere tutte le necessarie verifiche prima di procedere con l'effettuazione della valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza¹⁵. In altri termini, il principio di autoresponsabilità deve, in ogni caso, essere controbilanciato da una corrispondenza effettiva – da verificarsi in concreto, caso per caso – con le caratteristiche del cliente-investitore; in buona sostanza, l'intermediario non può accreditare opzioni palesemente disallineate rispetto al reale e concreto profilo dell'investitore (anche per come, eventualmente, comprovato in via documentale). Valore emblematico, sul punto, assume l'allineamento tra età anagrafica e orizzonte temporale dichiarato: un soggetto anziano è – perlomeno astrattamente – incompatibile con una preferenza massiva per porre in essere investimenti di lungo periodo; trattasi di una incongruenza che impone all'intermediario di farsi parte diligente

nella sua segnalazione ed eventuale rettifica¹⁶. Di talché, la profilatura della clientela non può ritenersi svolta in modo corretto – e, consequenzialmente, non può essere ritenuto attendibile il profilo emergente – in presenza di un incoerenze nel quadro informativo reso, quali, a titolo esemplificativo, un «*profilo “equilibrato”, rispetto al quale avrebbe dovuto considerarsi adeguato un portafoglio che “persegu[iva] l’obiettivo di incrementare il patrimonio, mediante investimenti con un certo potenziale di crescita, accettando e governando anche il rischio di oscillazioni negative del capitale” e che “presuppon[eva] una media esperienza in materia di investimenti ed una media propensione al rischio”*» non è compatibile con «*un portafoglio che “persegu[iva] l’obiettivo di incrementare il patrimonio, mediante investimenti con un certo potenziale di crescita, accettando e governando anche il rischio di oscillazioni negative del capitale” potesse considerarsi adeguato per una cliente che, come già evidenziato, aveva dichiarato di avere la finalità di “proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (cedole, dividendi, …) anche contenuti, costanti e prevedibili”*»¹⁷.

Al contempo, l'eccesso di concentrazione può sterilizzare il principio di autoresponsabilità. Invero, un'astratta coerenza tra gli investimenti posti in essere e le informazioni/preferenze indicate dal cliente-investitore in sede di profilatura può essere destinata a cedere il passo a fronte di una sbilanciata composizione del portafoglio (per esempio, con una totalitaria presenza di titoli azionari)¹⁸.

Al netto della già menzionata – e “disinnescata” – eccezione circa la generica eterodirezione dell'intermediario nella compilazione del questionario, è, come rilevato, anche nelle viziote modalità strutturali di svolgimento dell'attività di profilatura che possono rinvenirsi i contraltari dell'autoresponsabilità, con una riallocazione della responsabilità sull'operatore finanziario. Un'intervista generica ed evidentemente lacunosa in punto di raccolta delle informazioni circa l'esperienza e il livello di competenza in tema di prodotti finanziari è stata stigmatizzata dalla giurisprudenza arbitrale¹⁹: tale è, per esempio, la previsione nella rosa di risposte sulla tipologia di strumenti/prodotti finanziari relativa all'operatività pregressa triennale di un'unica categoria, ricomprensidente prodotti assai eterogenei (quali, titoli azionari, polizze *unit linked*, obbligazioni subordinate). Del pari, è stato stigmatizzato un questionario del tutto privo di domande finalizzate ad accertare la conoscenza dei prodotti finanziario-assicurativi, con una limitazione a quesiti su concetti economici generali, o, ancora, con una sola domanda relativamente a orizzonte temporale e propensione al rischio²⁰: sul punto, occorre rilevare che, con la Direttiva MiFID II, il rilevamento della tolleranza al rischio – sì come la capacità dell'investitore di sostenere perdite – costituiscono elementi che devono essere necessariamente oggetto di raccolta da parte dell'intermediario, al fine di delineare il profilo del cliente. Ebbene, una sola domanda sugli obiettivi di investimento non è conforme alla normativa di settore, per come interpretabile alla luce degli Orien-

¹² Cfr. App. Milano, Sez. I, 25 luglio 2022, n. 2608

¹³ Così, ZURLO, *Internet banking. La nuova (dis)intermediazione finanziaria, tra servizi, profilatura, informazione e oneri probatori*, Pensa Multimedia, 2025, 159 ss.

¹⁴ Cfr. ACF, 19 novembre 2024, n. 7715.

¹⁵ Cfr. ACF, 1 agosto 2024, n. 7544.

¹⁶ V. ACF, 24 maggio 2024, n. 7379.

¹⁷ Cfr. ACF, 28 maggio 2024, n. 7384.

¹⁸ V. ACF, 10 luglio 2025, n. 8108.

¹⁹ Cfr. ACF, 7 maggio 2024, nn. 7337 e 7338.

²⁰ Cfr. ACF, 7 agosto 2024, n. 7554.

tamenti ESMA. Stesse censure sono state reiterate più recentemente dall'ACF con riferimento a un'operazione di *credito lombard*²¹, laddove il questionario sottoscritto dal cliente dava atto unicamente della risposta prescelta e non anche delle diverse opzioni di risposta selezionabili, a discapito della trasparenza e intellegibilità dei contenuti: un contenuto così scarso (nello specifico, quattro domande vertenti su concetti generali di carattere finanziario: rapporto rischio/rendimento, principio di diversificazione, rischio di cambio, rischio di liquidità) non rende possibile conoscere l'effettivo grado di conoscenza ascrivibile in capo all'investitore, specie in un segmento peculiare, quale quello dei prodotti di investimento assicurativi di tipo *unit linked*.

In conclusione, la proposta lettura del paradigma dell'autore-sponsabilità, anche per come perimetrato dal più recente lavorio giurisprudenziale, sembra condurre, quale porto sicuro, in una delle più note terzine dantesche: «*Considerate la vostra semenza:/ fatti non foste a viver come bruti,/ma per seguir virtute e canoscenza.*». Un invito, *ante litteram*, alla responsabilità, anche nella sua accezione più autoreferenziale.

²¹ Cfr. ACF, 25 giugno 2025, n. 8066.

Green Asset Ratio: ratio, struttura e prospettive evolutive alla luce della riforma Omnibus 2025

di Claudio Frigeni¹ e Giulia Schneider²

1. Il ruolo del GAR nella strategia europea di sostenibilità e i limiti dell'impianto originario

Il Green Asset Ratio (GAR) si colloca nel solco della più recente strategia europea in materia di finanza sostenibile quale indice, volto a rappresentare in forma sintetica e normativamente standardizzata il grado di conformità degli attivi bancari ai criteri tecnici di vaglio ambientale delineati dalla Tassonomia UE. L'obiettivo perseguito con la sua introduzione è quello di assicurare una maggiore trasparenza circa il contributo effettivo del sistema bancario alla transizione ecologica, volendo costituire, nel contempo, un presidio volto a prevenire pratiche di greenwashing e uno strumento idoneo a rendere comparabili, in chiave informativa, le performance dei diversi intermediari agli occhi degli investitori e degli altri stakeholder. L'effettiva capacità di assolvere a tale funzione resta, tuttavia, ancora ampiamente discussa e i dubbi e le critiche rivolte non sembrano destinati a essere superati dalle recenti modifiche adottate con riguardo alle modalità di calcolo.

L'idea alla base di tale indicatore quantitativo è che la peculiare natura dell'attività bancaria (e, più in generale, dell'attività dei soggetti che operano nel sistema finanziario), in quanto avente propriamente ad oggetto il supporto finanziario a soggetti che svolgono attività economiche suscettibili di essere qualificate come ambientalmente sostenibili e non il diretto svolgimento delle stesse, impone di prendere in considerazione, al fine di determinare il grado di sostenibilità dell'attività svolta dalle banche, quello dei soggetti finanziati. Il GAR assume, così, inevitabilmente la configurazione di indicatore "mediato". La sua determinazione si fonda, infatti, su un approccio di *look-through* rispetto ai KPIs di Tassonomia pubblicati dalle controparti finanziarie nell'ambito degli obblighi di disclosure previsti dalla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Le concrete modalità di calcolo con cui pervenire al dato numerico hanno, però, subito significative modifiche.

Nella sua architettura originaria, il GAR era costruito come rapporto tra l'ammontare delle esposizioni allineate e il complesso degli attivi ricompresi nel c.d. banking book "coperto", incluse – salve limitate eccezioni – anche le esposizioni verso imprese estranee al perimetro soggettivo della CSRD. Una simile impostazione determinava una rilevante asimmetria strutturale tra numeratore e denominatore: un'ampia porzione dei crediti e delle altre attività detenute dalle banche risultava, per definizione, non suscettibile di valutazione ai fini dell'allineamento tassonomico, pur concorrendo alla formazione del denominatore, con risultato di produrre una sistematica compressione del valore dell'indicatore. Tale circostanza incideva, in particolare, sugli intermediari aventi un mo-

dello di business orientato verso la clientela delle piccole e medie imprese (o, più in generale, verso soggetti esonerati dagli obblighi di rendicontazione CSRD), i cui valori di GAR erano inevitabilmente destinati a risultare molto contenuti, non già per una minore propensione a finanziare le attività economiche sostenibili, bensì quale riflesso della fisiologica composizione del portafoglio. Ne discendeva che l'indicatore, nella sua primigenia configurazione, tendeva più a riflettere la distribuzione settoriale degli attivi che non il reale grado di contributo dell'intermediario al finanziamento di attività sostenibili, con conseguenti rischi di distorsione informativa tanto sul piano assoluto quanto nella comparazione interbancaria.

Alle criticità di ordine tecnico si aggiungevano, inoltre, quelle di natura concettuale. Il GAR, limitandosi a rilevare esclusivamente il grado di sostegno finanziario offerto ad attività già pienamente conformi ai criteri stabiliti dalla Tassonomia, si mostrava strutturalmente inidoneo a rappresentare il contributo delle banche ai percorsi di transizione delle imprese finanziate, non offrendo alcuna visibilità sugli investimenti in fase evolutiva o sulle dinamiche di progressivo allineamento.

L'inserimento dell'indicatore nell'ambito dell'informativa prudenziale di cui al Pillar 3 accentua tali ambiguità: pur collocato entro un framework volto alla misurazione dei rischi ESG, il GAR non presenta alcuna correlazione diretta con il rischio climatico – né fisico né da transizione – e si presta, pertanto, al rischio di essere impropriamente interpretato quale proxy della rischiosità del portafoglio creditizio. Anche la proposta avanzata dall'EBA di affiancare al GAR un ulteriore indicatore, il Banking Book Taxonomy Alignment Ratio (BTAR), costruito sulla base di valutazioni interne relative alle esposizioni verso controparti non soggette alla CSRD, evidenziava la consapevolezza regolamentare circa l'insufficienza strutturale del modello originario e la necessità di un suo ripensamento sistematico.

2. La riforma "Omnibus 2025": nuova logica del GAR, perimetro semplificato e impatti sistemici

La riforma del 2025 (c.d. "pacchetto Omnibus"), inserita nel più ampio intervento di razionalizzazione e semplificazione della disciplina europea in materia ESG, incide in maniera profonda sull'architettura del GAR, incidendo tanto sugli obblighi informativi gravanti sulle imprese non finanziarie quanto – in modo ancor più rilevante – sulle metriche di determinazione dell'indicatore.

La modifica di maggior rilievo concerne il denominatore della frazione: i "covered assets" non coincidono più, come nel modello previgente, con la pressoché totalità del banking book, ma sono

¹ Professore ordinario di diritto commerciale dell'Università Cattolica del Sacro Cuore. La ricerca è stata condotta nell'ambito del PRIN 2022 Progetto: Tackling social-and green-washing: is the current EU regulatory framework enough? (Codice progetto: 2022SL3RRM) – Finanziato dall'Unione Europea Next Generation EU.

² Ricercatrice di diritto commerciale della Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa.

circoscritti agli attivi per i quali risulta possibile determinare in modo affidabile e coerente il grado di allineamento ai criteri della Tassonomia. Il baricentro concettuale dell'indicatore si sposta, dunque, dagli "attivi coperti" agli "attivi allineabili", con la conseguenza che il GAR muta natura e diviene un indice rappresentativo non già dell'incidenza delle attività allineate sull'intero portafoglio, bensì del rapporto tra attivi effettivamente allineati e attivi suscettibili di essere sottoposti a valutazione di allineamento. Restano pertanto in linea di principio escluse (anche) dal denominatore, a seguito della riforma prospettata, le esposizioni rispetto alle quali non sia disponibile un indicatore informativo attendibile ai sensi della disciplina tassonomica e così, in particolare: (i) le esposizioni verso imprese non rientranti nel perimetro soggettivo della CSRD; (ii) le esposizioni verso la clientela retail diverse dai mutui immobiliari.

Contestualmente, la riforma introduce una soglia di materialità pari al 10%, che consente agli intermediari di escludere dal calcolo categorie di attivi marginali – quali, ad esempio, la project finance – con conseguente alleggerimento degli oneri applicativi, senza pregiudizio apprezzabile per la significatività dell'indicatore. Nel nuovo contesto mutano, peraltro, le ricadute delle eccezioni previste dal regime previgente: si pensi al caso dei green bond emessi da soggetti non-CSRD, i quali non determinano più, in via automatica, un incremento netto del valore del GAR, giacché l'esposizione, che prima contribuiva in maniera netta all'incremento del numeratore, oggi entra integralmente nel denominatore e nei limiti dell'effettivo allineamento nel numeratore.

Il nuovo impianto metodologico persegue l'obiettivo di rendere il GAR un indicatore più attendibile e, soprattutto, maggiormente comparabile tra intermediari, attenuando l'influenza che il modello di business esercitava sul valore dell'indice nella sua configurazione originaria. Tale "purificazione" concettuale comporta, tuttavia, una significativa riduzione dell'ampiezza informativa: il GAR cessa di essere, anche in senso meramente tendenziale, una misura riferita all'intero bilancio bancario, limitandosi a fotografare la sola porzione del portafoglio riconducibile a controparti soggette agli obblighi di disclosure di Tassonomia. Ne discende una nuova fonte di eterogeneità informativa: l'indicatore risulterà tanto più elevato quanto maggiore è l'incidenza, sul portafoglio dell'intermediario, degli attivi allineabili, con la conseguenza che valori di GAR particolarmente elevati possono essere riscontrati anche in intermediari che finanziato in maniera limitata le attività economiche allineate, essendo a tal fine sufficiente che sulla quota del portafoglio degli attivi allineabili, anche quando minima, sia riscontrabile in concreto un grado elevato di allineamento. .

Anche nella nuova conformazione, resta aperto il tema di fondo relativo alla pubblicazione del GAR nell'ambito dell'informatica prudenziale di cui al Pillar 3. In particolare, continua a porsi, forse in termini ancora più stringenti, il quesito circa l'effettiva utilità prudenziale dell'indicatore: un parametro che misura il grado di allineamento della sola componente "valutabile" del portafoglio creditizio è realmente idoneo a fornire informazioni significative in termini di esposizione ai rischi climatici? O rischia, al contrario, di generare letture fuorvianti, soprattutto laddove la rischiosità ambientale derivi principalmente da portafogli retail o da esposizioni verso PMI non assoggettate alla CSRD? In questa prospettiva, se è vero che la riforma rende superfluo il ricorso al BTAR, resta non-

dimeno irrisolto il tema dell'efficacia del GAR quale strumento di disclosure prudenziale: esso continua a configurarsi come indicatore a prevalente valenza segnaletica della quota di attivi allineati alla Tassonomia, privo di una diretta correlazione con le metriche di rischio climatico, sia di natura fisica sia di natura transizionale.

3. Il nuovo significato del GAR: tra presidio anti-greenwashing, rischi di distorsione e condizioni per un uso corretto

Alla luce dell'evoluzione normativa intervenuta, il GAR continua ad aspirare a configurarsi quale indicatore funzionale alla trasparenza dell'azione bancaria in materia di sostenibilità, ma non può essere elevato a misura del contributo complessivo dell'intermediario alla transizione ecologica, né – ancor meno – a parametro rappresentativo della sua esposizione ai rischi climatici. Nel regime previgente, l'indicatore mirava a riflettere il grado di allineamento dell'intero complesso degli attivi bancari, ma il risultato numerico risultava strutturalmente condizionato dal modello di business dell'intermediario e, pertanto, scarsamente comparabile. A seguito della riforma, il GAR assume una configurazione profondamente diversa: esso diviene un indice di "qualità" e non di "ampiezza", volto a misurare la proporzione di finanziamenti allineati tra quelli che, per loro natura, risultano valutabili alla luce della Tassonomia. L'informazione veicolata non è più, dunque, nemmeno in via tendenziale, volta a misurare l'sistemico dell'intermediario verso la sostenibilità, bensì quella della "qualità tassonomica" del sottoinsieme del portafoglio assoggettato agli obblighi di rendicontazione CSRD.

Tale trasformazione del significato dell'indicatore, se da un lato muta il contributo informativo che esso veicola, non elimina tuttavia il rischio che la sua pubblicazione generi una distorsione informativa.

La strutturale dipendenza del GAR dalla qualità, completezza e omogeneità della disclosure resa dalle imprese finanziarie – e, nel caso dei finanziamenti immobiliari, dalla attendibilità e comparabilità delle certificazioni energetiche – costituisce un fattore di fragilità che può compromettere la capacità segnaletica. Permane, inoltre, la sua inidoneità a cogliere il sostegno erogato dalle banche ai processi di transizione delle controparti, ossia agli investimenti non ancora conformi ai criteri della Tassonomia ma idonei, nel medio periodo, a conseguire l'allineamento. Ne deriva che l'indicatore, da solo, non può essere utilizzato – neppure in via indiretta o approssimativa – quale proxy dell'impatto ambientale dell'intermediario.

Sotto il profilo del contrasto al greenwashing, il GAR conserva una valenza potenzialmente significativa, purché correttamente interpretato e contestualizzato. La standardizzazione metodologica e la riferibilità a dati verificabili lo rendono infatti idoneo a limitare margini di autoqualificazione discrezionale da parte delle banche nel segmento *corporate* soggetto a CSRD. Tuttavia, un uso isolato o la sua trasformazione in uno strumento di comparazione competitiva rischiano paradossalmente di generare forme di "greenwashing regolatorio": l'apparente semplicità del dato può infatti suggerire conclusioni fuorvianti qualora non sia chiarita la relazione tra il valore dell'indicatore e la quota di attivi allineabili sul complessivo banking book, o quando si confrontino intermediari operanti in contesti territoriali e settoriali profondamente eterogenei.

Affinché il GAR possa assolvere efficacemente la propria funzione informativa, esso deve essere accompagnato da ulteriori elementi integrativi, tra i quali assumono rilievo almeno: (i) la disclosure della percentuale degli attivi allineabili rispetto al totale degli attivi del banking book; (ii) indicatori complementari idonei a rappresentare la dimensione dinamica della transizione delle controparti (CapEx qualificato, emissioni finanziate, piani di decarbonizzazione e relativi milestones); (iii) una narrazione istitu-

zionale chiara della strategia bancaria in materia di transizione, atta a collocare il dato tassonomico all'interno del più ampio quadro gestionale. Solo attraverso tale integrazione il GAR può recuperare la propria vocazione originaria di strumento di trasparenza, evitando che la semplificazione perseguita dal legislatore si traduca in una rappresentazione eccessivamente riduttiva o, nel peggio dei casi, distorta dell'effettivo impegno degli intermediari finanziari nei confronti della sostenibilità.

La Raccomandazione (UE) 2025/2029 della Commissione Europea in materia di conti di risparmio e di investimento: prime riflessioni

di Francesco Del Signore¹

Introduzione

Con Raccomandazione (UE) 2025/2029² (Raccomandazione) – atto formalmente non vincolante³ – rivolta agli Stati Membri (SM) dell’Unione Europea (UE), il 30 settembre scorso ha visto la luce la proposta della Commissione Europea (CE) mirante a creare un modello (*blueprint*) europeo per i conti di risparmio e di investimento (*Savings and Investments Accounts, SIAs*⁴). Cominciano a prendere corpo gli indirizzi programmatici tratteggiati dalla Comunicazione sull’Unione del Risparmio e degli Investimenti (*Savings and Investments Union, SIU* o Strategia) licenziata dall’Esecutivo unionale lo scorso 19 marzo. Primo intervento, in ordine cronologico, del Berlaymont nel segmento *retail* tra quelli calendarizzati dalla SIU⁵. Di grande momento, posto che ai SIAs e ai relativi quadri regolamentari degli SM la CE affida la missione di promuovere una maggiore partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali. Missione che assurge ad alfa ed omega non solo del vasto ed articolato *corpus* di misure in materia di investimenti *retail* previsto dalla SIU (rubricate sotto le insegne della macro-area “Cittadini e Risparmi”) ma, a più ampio spettro, della Strategia complessivamente considerata. Quest’ultima identifica il proprio *ubi consistam* logico-storico nella mobilitazione dello *stock* di risparmio privato europeo, nuova linfa da immettere nel tessuto economico unionale, con preminente attenzione alle aree di prioritaria cogenza politica per l’UE: difesa, sostenibilità ambientale, digitalizzazione.

L’*incipit* della Raccomandazione ne esprime il *primum movens*⁶: lo iato tra un’elevata propensione al risparmio dei cittadini UE e un grado di finanziarizzazione sub-ottimale in termini aggregati, che del primo comprime il potenziale, con conseguente restringimento di opportunità di investimento sui mercati dei capitali, fonti di rendimenti più cospicui rispetto a quelli rivenienti dai depositi bancari. Al cospetto di questo *status quo* e pur non costituendo la panacea di una questione – quella della partecipazione degli in-

vestitori al dettaglio ai mercati dei capitali – irriducibile a letture mono-causal e, dunque, bisognosa di risposte multi-fattoriali, i SIAs, se opportunamente congegnati, si profilano quali promettenti propulsori di circoli virtuosi nel processo di intermediazione finanziaria, accrescendo l’attrattività dei mercati dei capitali, avvicinandoli agli investitori *retail* – comprese quelle fasce di cittadinanza UE che finora ne sono rimaste ai margini – sostenendone la creazione di ricchezza. Postulato suffragato da esperienze matureate in determinati contesti nazionali, sia all’interno sia all’esterno dell’UE⁷. Non meno pregnante della dimensione “micro” testé esposta, anche la dimensione “macro”: a giudizio della CE, oltre ad offrire rendimenti attesi a lungo termine maggiori rispetto ai depositi bancari, un maggior coinvolgimento dei risparmiatori *retail* rientra nell’interesse dell’intera UE, poiché contribuisce ad aumentare dimensioni e profondità dei mercati dei capitali europei e, conseguentemente, ad allargare e diversificare le opportunità di finanziamento appannaggio delle imprese europee, comprese quelle più innovative.

Creazione dei SIAs

Centro nevralgico del testo in commento, l’articolo 2 incoraggia gli SM ad introdurre nei propri ordinamenti un *set* di regole in materia di SIAs modellate sul calco della Raccomandazione o a riadattarvi conformemente i quadri normativi già vigenti, ove se ne discostino. Calco che, a sua volta, sistematizza una pluralità di buone pratiche (e.g. semplicità di fruizione, flessibilità nelle operazioni di investimento e disinvestimento, semplificazione degli adempimenti fiscali, fiscalità di vantaggio) materializzatesi sia entro i confini UE⁸ sia *extra moenia* e caratterizzanti “casi di successo” ovvero conti nazionali analoghi – ancorché non identici – ai SIAs, dimostratisi efficaci alla luce di due *ratios*: attività in gestione (*assets under management, AUM*)/Prodotto Interno Lordo (PIL) e numero di conti/popolazione⁹.

¹ Senior Regulatory Advisor, Intesa Sanpaolo. Il contributo è aggiornato al 5 novembre 2025.

² Raccomandazione (UE) 2025/2029 del 30 settembre 2025 sull’aumento della disponibilità di conti di risparmio e investimento con trattamento fiscale semplificato e vantaggioso, pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, Serie L 8.10.2025. La Raccomandazione è stata preceduta da una consultazione “*Have your Say*” condotta dalla Commissione Europea (CE) tra il 10 giugno e l’8 luglio 2025 (Consultazione SIA). Stando a quanto riportato dalla CE, sono state formulate 292 risposte alla consultazione, cfr. Commission Staff Working Document accompanying the Commission Recommendation on Increasing the Availability of Savings and Investment Accounts with Simplified and Advantageous Tax Treatment, Brussels, 30.9.2025, SWD(2025) 6800 final (Commission SWD) p.53.

³ Art.288 del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (TFUE). Nella gerarchia delle fonti dell’UE, le raccomandazioni costituiscono atti tipici di diritto derivato, non vincolanti. Sul punto, vedi *infra*.

⁴ Nel corso del presente contributo, l’acronimo “SIAs” designa i conti di risparmio e di investimento dotati degli attributi morfologici di cui alla Raccomandazione e, dunque, corrispondenti al modello europeo. La locuzione “conti di risparmio e di investimento” denoterà, invece, i conti adottati in determinati SM dell’UE.

⁵ Strategia, p.7. In pari data, è stata pubblicata la Comunicazione della CE relativa a una strategia di alfabetizzazione finanziaria per l’UE (Strategia di alfabetizzazione finanziaria per l’UE).

⁶ Considerando 1.

⁷ Come indicato dallo Staff Working Document della CE, con riferimento all’UE e allo Spazio Economico Europeo (SEE), conti di risparmio e di investimento sono stati introdotti nei seguenti Paesi: Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Norvegia, Slovacchia, Slovenia, Svezia, Ungheria a cui si aggiunge la Polonia (introduzione prevista dal 2026). Per l’Italia, i Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR) rientrano nell’analisi condotta dalla CE. Canada, Giappone, Regno Unito hanno altresì introdotto conti analoghi e rientrano nell’analisi condotta dalla CE, cfr. Commission SWD, p.10 ss.

⁸ A giudizio della CE, la mancata adozione di conti di risparmio e di investimento da parte di tutti gli SM e la maggiore efficacia di determinati conti rispetto ad altri suggerirebbe la sussistenza di margini per un’azione della UE sotto forma di raccomandazione. In particolare, sforzi coordinati da parte degli SM garantirebbero una maggiore efficacia nel conseguimento di tali obiettivi rispetto a misure isolate e non coordinate, cfr. Consultazione SIA.

⁹ Nel Commission Staff Working Document la CE ammette l’esistenza di ulteriori parametri per valutare il successo di un quadro SIA e.g. impatto sulle condizioni di finanziamento delle aziende UE, impatto sulle priorità strategiche dell’UE, impatto fiscale aggregato a lungo termine, rendimento aggiuntivo di cui gli investitori *retail* abbiano goduto e commissioni da essi corrisposte nel tempo. Tuttavia, dichiara di non averli misurati per gli scopi del suddetto documento, poiché di più ardua quantificazione. Inoltre, in relazione a non pochi SM, non appare ancora matura una valutazione di efficacia dei conti poiché introdotti solo recentemente, cfr. Commission SWD pp.29-30.

La disposizione interroga direttamente gli SM. Questi ultimi, nel silenzio della Raccomandazione che nulla dispone quanto alla definizione di SIA, risulterebbero chiamati ad esperire uno sforzo in tre fasi: *in primis*, ricostruire sfera denotativa e perimetro applicativo dei SIAs a partire dalla morfologia delineatane dalla Raccomandazione; successivamente, appurare la riconducibilità all'interno del suddetto perimetro dei conti di risparmio e di investimento già esistenti nel proprio contesto domestico e dell'impianto normativo che li governa; infine, ove questa verifica si concluda con esito negativo, azionare eventualmente la propria mano regolamentare per ricucire i conti nazionali sulla foggia del SIA europeo.

D'altra parte, facendo professione di *self-restraint*, la CE dichiara di non voler interferire con i conti esistenti che, in talune realtà nazionali, sono già riusciti a propiziare le dinamiche che i SIAs puntano ad innescare né di perturbarne l'operatività. Riconosce, altresì, le iniziative già in corso in determinati SM finalizzate a creare un marchio per un prodotto di risparmio europeo a sostegno del finanziamento dell'economia europea quali, ad esempio, "Finance Europe" (FE)¹⁰: al riguardo, con opportuno distinguo, la CE chiarisce che FE rappresenta non già un *framework SIA* quanto piuttosto un'etichetta assegnata a specifici prodotti o conti al fine di promuoverli ed accrescerne la visibilità, purtuttavia nulla ostando ai prodotti che potranno fregiarsene di essere ammessi alla detenzione in un SIA.

Guardando ai SIAs dalla prospettiva della domanda, ne viene in risalto la matrice universalista. Essa appare testimoniata, ad esempio, dalle due raccomandazioni rivolte agli SM di vigilare affinché non sia imposto né un importo minimo per l'apertura di un SIA o per effettuarvi versamenti su base regolare né un obbligo tassativo di ricevere supporto consulenziale quale *conditio sine qua non* per investire in SIA. Diade unita dalla medesima ragione di fondo: i SIA ambiscono ad attivare una presenza sui mercati densa e trasversale (ad esempio, solcando le differenze generazionali, di genere ecc.) così da soddisfare i bisogni della totalità dei cittadini, non rilevando il *quantum* dello sforzo finanziario del cliente atteso che, nell'opinione della CE, sono proprio i differenti profili reddituali e patrimoniali ad incidere sulla partecipazione ai mercati dei capitali da parte di diverse fasce di investitori e che il bacino dei potenziali fruitori di SIAs si configura assai eterogeneo per obiettivi di investimento, profilo di rischio, grado di alfabetizzazione finanziaria.

La Raccomandazione non prevede periodi minimi di detenzione. Come osservato dalla CE, di regola, essi rispondono a molteplici esigenze e.g. promuovere investimenti a lungo termine, stabilizzare la base degli azionisti, correggere la tendenza degli investitori *retail* ad attribuire maggior peso a ritorni immediati rispetto a quelli a lungo termine (c.d. "*short-term bias*")¹¹. Orbene,

non stupisce che l'obiettivo perseguito dalla Raccomandazione i.e. massimizzare la forza catalizzatrice dei mercati dei capitali grazie ai SIAs faccia aggio sulle esigenze sopra esposte. Per la CE, è prioritario neutralizzare l'effetto-deterrenza che rischia di colpire le coorti di investitori meno attrezzate dal punto di vista reddituale e patrimoniale, verosimilmente più a disagio in caso di introduzione di restrizioni temporali, più timorose di vedere vincolate porzioni relativamente significative dei propri risparmi, meno propense al rischio: coorti coincidenti con quelle che, nelle aspettative della CE, saranno maggiormente beneficate dall'introduzione dei SIAs, in termini di più capillare ed intenso coinvolgimento nel circuito risparmi-investimenti.

Fornitura dei SIAs

Spostando il *focus* della presente indagine sull'offerta, spicca l'assenza di una definizione puntuale di "fornitori di SIAs". Piuttosto, alla luce della previsione rilevante, sembra evincersi che la legittimazione alla fornitura dei SIAs spetti ai soggetti autorizzati ad offrire "servizi pertinenti". Di questi ultimi, si propone un elenco tassativo ed esaustivo, che ricomprende ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, custodia e amministrazione di strumenti finanziari, gestione del portafoglio, consulenza in materia di investimenti e che appare ispirato alla tassonomia di cui all'Allegato I della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

Non meno importante il duplice invito indirizzato agli SM ad assicurare che i SIAs possano essere offerti a persone fisiche residenti nel proprio territorio da fornitori di servizi finanziari (nell'accezione poc'anzi illustrata) indipendentemente dallo SM in cui detti fornitori risultino autorizzati e che i fornitori autorizzati in un altro Stato Membro non siano gravati da prescrizioni supplementari e possano offrire i SIAs in condizioni di *levelled playing field* rispetto ai propri omologhi stabiliti *in loco*. Si tratta di un doppio invito di grande rilevanza nell'architettura complessiva della Raccomandazione, anche perché direttamente ispirato alla necessità di garantire che i quadri nazionali SIA-conformi si collochino saldamente nell'alveo delle libertà fondamentali, sancite dal Trattato sul funzionamento dell'UE (TFUE), che maggiormente rilevano per la materia in oggetto: libertà di circolazione dei capitali, libertà di stabilimento e libera prestazione dei servizi. Sul piano fattuale, si rintracciano due presupposti giustificativi dell'invito in esame, mutualmente speculari e, ad avviso della CE, attestati da evidenze empiriche: il pregiudizio agli investitori *retail* e allo sviluppo dei mercati dei capitali UE, passibile di determinarsi per effetto della frammentazione dei mercati e di condotte protezionistiche e il miglioramento della qualità delle opportunità di investimento, suscettibile di intervenire quale conseguenza di dinamiche competitive tra fornitori di SIAs a livello transfrontaliero.

¹⁰ Iniziativa di impulso intergovernativo, promossa dallo European Competitiveness Laboratory, ufficializzata il 5 giugno 2025, FE annovera tra gli aderenti i seguenti SM: Estonia, Francia, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna. Il marchio FE presenta i seguenti parametri-chiave: 1) attività ammissibili: azioni quotate e non quotate, obbligazioni, fondi di investimento europei a lungo termine (European Long Term Investment Funds, ELTIFs,) organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS), fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Funds, AIFs); le cripto-attività risultano escluse 2) soglia di investimento minimo in attività europee pari almeno al 70% (qualificato come "*main criterion*" al fine di sostenere il finanziamento delle priorità strategiche dell'UE 3) facoltà aggiuntiva per i Paesi aderenti di fissare un obiettivo minimo di investimento in equity, infrastrutture e/o piccole medie imprese (PMI)/società di media capitalizzazione borsistica (*mid-caps*) 4) orizzonte di lungo termine i.e. periodo di detenzione minimo pari a 5 anni e subordinazione ad esso degli incentivi fiscali; limitate finestre di liquidità (pensionamento, principali eventi della vita dei sottoscrittori) 5) assenza di garanzia pubblica. Riservandosi di determinare unilateralmente misure di fiscalità agevolata, gli SM aderenti a FE ne hanno condiviso i principi informati quali attrattività e semplicità, paragonati ad altri incentivi fiscali per investimenti simili a livello nazionale.

¹¹ Si aggiungano l'esiguità, nella gamma dei conti nazionali censiti dalla CE e considerati *uti singuli*, del numero dei conti che prescrivono periodi minimi di detenzione (subordinandovi, peraltro, il godimento del regime di fiscalità agevolata da parte dell'investitore), le difficoltà che, a giudizio della CE, insorgerebbero per le Autorità pubbliche in sede di vigilanza dell'osservanza dei quadri nazionali SIA-conformi in presenza di un orizzonte temporale minimo di detenzione ed, infine, la correlazione postulata dalla stessa CE che vede coincidere i conti nazionali maggiormente performanti, in termini di numero di conti ed AuM, con quelli sforniti del requisito in parola, cfr. Commission SWD p.35.

Infine, nella prospettiva di stimolare la concorrenza tra fornitori, la varietà nell'offerta di opzioni di investimento e l'innovazione nonché di massimizzare la flessibilità dei SIAs, così da porre l'investitore in condizione di compiere le migliori scelte alla luce delle proprie circostanze personali, la CE raccomanda agli SM di astenersi dall'imporre un limite massimo al numero di SIAs potenzialmente rientranti nella titolarità di un singolo investitore; al contrario, gli SM dovrebbero consentire l'apertura di una pluralità di SIAs, anche con differenti fornitori. La CE riconosce che questa ipotesi potrebbe complicare la gestione dei benefici e l'assolvimento degli adempimenti in materia fiscale associati ai SIAs da parte, rispettivamente, di Autorità e fornitori. Tuttavia, confida nella possibilità di mitigare queste complessità grazie ad un appropriato disegno degli incentivi.

Costi associati ai SIAs

L'obiettivo di preservare ed intensificare le dinamiche competitive tra i fornitori di SIAs, al fine di migliorarne la qualità e ridurne i costi a beneficio degli investitori, ispira, altresì, la disciplina di cui all'articolo 4. Da questo angolo visuale, il trasferimento delle attività ad un altro SIA (offerto dal medesimo o da un altro fornitore) e il trasferimento del portafoglio di un investitore *retail* da un fornitore ad un altro (a livello nazionale o transfrontaliero) emergono quali fattispecie potenzialmente esposte a condotte che si atteggiano in antitesi con la finalità sopra enunciata.

Con riferimento alla prima fattispecie, per la CE appare plausibile ipotizzare che commissioni e procedure amministrative assumano preoccupanti tratti anticoncorrenziali. Ciò spiega l'appello diretto agli SM ad assicurare che il trasferimento compatti esclusivamente costi amministrativi, di entità proporzionata, chiaramente documentati nei termini e nelle condizioni dei SIAs. Con riferimento alla seconda, potrebbe profilarsi uno scenario in cui il portafoglio sia prima venduto dal fornitore attuale e, in un secondo tempo, riacquistato dal nuovo fornitore: in questo scenario, il trasferimento potrebbe caratterizzarsi, sul piano fiscale, quale evento imponibile ai fini dell'imposta sul reddito e quindi soggetto a tassazione, ostacolando la portabilità dei SIAs tra fornitori e, in definitiva, attentando alla concorrenza. *Ergo* l'invito agli SM ad evitare la suddetta caratterizzazione, a garantire che i vantaggi fiscali esistenti rimangano impregiudicati e ad assicurare che sia confermato il medesimo trattamento fiscale per le attività detenute nel SIA.

Non meno rilevante, per infittire progressivamente la rete dei SIAs attraverso l'intero territorio UE, la cooperazione tra SM. Essa appare decisiva al fine di evitare il rischio di doppia imposizione connesso alla titolarità di un SIA da parte di un investitore *retail* che cambi residenza fiscale tra diversi SM e di rimuovere un potenziale disincentivo all'esercizio del diritto alla libera circolazione all'interno dell'UE.

Gamma delle attività detenute nei SIAs

Al tema-chiave degli *asset* ammissibili alla detenzione nei SIAs è

consacrato l'articolo 5. Il contenuto della disposizione appare concretizzare il disegno perseguito dalla CE all'insegna della non complessità degli strumenti finanziari, del profilo di rischio contenuto, del sostegno alle priorità politiche dell'UE.

Si propone un paniere a geometria variabile. Innanzitutto, i SIAs dovrebbero consentire accesso almeno ad azioni, obbligazioni e azioni o quote di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM, compresi i fondi indicizzati quotati). Anche in questo frangente, spicca l'ancoraggio alla disciplina MiFID II: agli strumenti sopra menzionati si richiede di rispettarne i requisiti e, in particolare, di superare il vaglio dell'adeguatezza e dell'appropriatezza. Questo primo paniere minimo di *asset* ammissibili potrà essere eventualmente esteso qualora gli SM si avvalgano della facoltà ad essi riconosciuta a tal fine, previo accertamento – anche in questo caso – della natura adeguata per gli investitori al dettaglio. Tra gli strumenti candidati a sostanziare l'allargamento del perimetro dei SIAs, la Raccomandazione menziona, a titolo esemplificativo, quote o azioni di fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) e fondi di investimento alternativi al dettaglio (FIA, purché da parte dello Stato Membro *de quo* ne sia consentita la commercializzazione presso gli investitori *retail*). Fondamento di queste proposte: l'importanza della diversificazione dei portafogli, che la CE valorizza non solo in chiave di attenuazione del rischio ma anche di contributo al finanziamento di importanti progetti infrastrutturali verosimilmente a lungo termine – aspetto non secondario, atteso il silenzio della Raccomandazione sul tema dell'orizzonte temporale di detenzione dei SIAs – e di società non quotate, tra cui *start-ups*, *scale-ups*, piccole e medie imprese. Per ragioni uguali e contrarie, appaiono oggettivamente incompatibili con il disegno sopra delineato e, dunque, da escludere dal paniere dei SIAs gli strumenti finanziari complessi ed altamente rischiosi, privi di un'attività di riferimento oppure la cui attività di riferimento risulti di per sé complessa o altamente rischiosa: a titolo meramente esemplificativo, la Raccomandazione cita i derivati complessi ed altamente rischiosi e le cripto-attività diverse da quelle che si configurano come strumenti finanziari idonei ad essere detenuti in un SIA (ovvero la versione tokenizzata di questi strumenti).

La disposizione si snoda tra i due poli diversificazione-concentrazione degli investimenti. Per un verso, secondo la CE, i fornitori di SIAs dovrebbero essere incoraggiati da parte degli SM ad offrire, nell'universo di investimenti ammissibili, la più ampia gamma possibile di opzioni disponibili sul mercato. Ciò nella prospettiva di porre gli investitori al dettaglio nella condizione di massimizzare il grado di diversificazione del proprio portafoglio per classi di attività, area geografica (da notare, l'assenza di vincoli di destinazione¹²) emittenti, gestori di attivi, produttori di strumenti finanziari, profilo di rischio. Per un altro verso, la stessa CE raccomanda agli SM di incoraggiare fortemente i fornitori di SIAs ad includere offerte che consentano agli investitori *retail* di convogliare una quota preponderante dei propri investimenti verso l'economia dell'UE, per sostenerne le priorità strategiche: tra queste, le "tre transizioni" (digitale, verde, sociale) e il rafforzamento della sicurezza e della difesa.

¹² A giudizio della CE, il dato empirico attesta che i conti di risparmio e di investimento che hanno riscosso maggiore successo, in termini di numero di conti e attività gestite, non prescrivono alcuna restrizione di tipo geografico. Dal quadro sinottico tracciato dalla CE si deduce che la maggioranza dei conti nazionali non prevede le suddette restrizioni. Fanno eccezione, ad esempio, i Piani Individuali di Risparmio a Lungo Termine (PIR) italiani, i Plans d'Épargne en Actions (PEA) francesi, gli Aksjeparekonto (ASK) norvegesi. Infine, anche in questo caso, la CE asserisce l'esistenza di una correlazione tra i conti nazionali che hanno riscosso maggiore successo, misurato per numero di conti ed AuM, e la mancata previsione di restrizioni geografiche, cfr. Commission SWD p.49. Sul punto, vedi *infra*.

Semplicità e trasparenza dei SIAs

La creazione di un quadro nazionale SIA-conforme che si riveli realmente efficace esige impegno da parte di SM e fornitori di servizi finanziari per razionalizzare il percorso degli investitori (c.d. *investor journey*). Rivolgendosi ai primi, l'articolo 6 li invita a garantire che i SIAs offrano ai secondi un'esperienza di fruizione contraddistinta da semplicità, affidabilità, sicurezza e accessibilità, anche attraverso interfacce digitali di agevole utilizzo (ad esempio, siti web, *app* da cellulare) e servizi alla clientela di alta qualità. Non meno meritevole di attenzione la dimensione *offline*, coerente con la matrice universalista che contraddistingue i SIAs. Di qui, l'appello agli SM a predisporre anche soluzioni non digitali e ad assicurare che esse risultino ispirate ai quattro principi sopra menzionati, nella prospettiva di raggiungere la più vasta platea di potenziali investitori.

Agevolazione dell'adempimento degli obblighi fiscali connessi ai SIAs

Per vaste schiere di investitori, la propensione ad operare sui mercati dei capitali rischia di essere frenata qualora gli adempimenti in materia fiscale riconducibili ai redditi da investimenti si rivelino complessi, farraginosi, opachi. A partire da questo presupposto, la CE costruisce l'impianto dell'articolo 7, animato dall'obiettivo di agevolare l'assolvimento degli obblighi nella materia in esame connessi alle attività detenute nei SIA.

La prima raccomandazione concerne gli aspetti prettamente informativi che rilevano, peraltro, non solo dal punto di vista della domanda ma anche da quello dell'offerta: gli SM sono invitati ad attivarsi affinché le informazioni circa il trattamento fiscale dei SIA rispondano a requisiti di completezza, accessibilità, intellegibilità a beneficio degli investitori *retail* non meno che dei fornitori intenzionati ad offrire questi conti. La seconda raccomandazione caldeggiava un'azione degli SM che punti ad assicurare procedure di adempimento fiscale per i titolari di SIA semplici, facili, automatizzate. Una posizione pivotale andrebbe riconosciuta ai fornitori dei SIAs: gli SM dovrebbero istituire un quadro che li abiliti ad offrire una serie di servizi che includano anche la riscossione dell'imposta per conto del titolare del SIA e la condivisione di tutti i dati rilevanti con l'Autorità fiscale dello SM in cui questi sia residente fiscalmente. Scopo ultimo di questo quadro: minimizzare la complessità connessa all'assolvimento degli obblighi fiscali da parte del titolare del SIA.

Anche in relazione alla materia di cui all'articolo in commento, rileva l'esigenza di assicurare parità di condizioni e di promuovere dinamiche competitive transfrontaliere. Ciò spiega la raccomandazione rivolta agli SM di consentire ai fornitori di SIAs autorizzati e sottoposti a vigilanza in qualsiasi altro SM di seguire le medesime procedure di adempimento fiscale dei propri omologhi autorizzati nello SM in questione inclusi, se del caso, la riscossione e il versamento delle imposte connesse ai SIAs rilevanti per conto dei propri clienti.

Trattamento fiscale vantaggioso

La fiscalità di vantaggio spicca quale fattore critico di successo

dei SIAs. Postulato enunciato dalla CE, suffragato dal dato della prassi: negli SM o nei Paesi terzi che hanno conosciuto l'affermazione di conti affini ai SIAs l'incentivazione fiscale ne ha costituito la variabile determinante. Ad essa, è dedicato l'articolo 8.

Principio-cardine della previsione: il trattamento più favorevole. Sul piano fiscale, i SIAs dovrebbero godere di condizioni almeno equivalenti a quelle più vantaggiose che la legislazione dello SM *de quo* accorda ai redditi generati da qualsiasi classe di attività o ad un prodotto o conto di investimento. Tuttavia, all'atto di convertire in pratica questo principio, la CE non privilegia una soluzione *silver bullet*. Ciò alla luce di tre considerazioni: primo, lo sguardo alle esperienze nazionali restituisce un mosaico di politiche fiscali adottate in chiave di sostegno ai SIAs; secondo, la *magnitudo* dell'impatto sulle finanze pubbliche dei diversi SM è destinata a variare in misura significativa poiché subordinata a tipologia e forma concreta dell'incentivo; terzo, l'incentivazione è idonea a generare un impatto di tipo fiscale sullo SM precludendo, pertanto, alla CE la possibilità di raccomandare una specifica misura. Esito di questa trama argomentativa: la connotazione meramente esemplificativa e non esaustiva dell'elenco di possibili misure incentivanti che la Raccomandazione propone agli SM. Trattasi, segnatamente, di: deduzioni (con possibilità di dedurre dal reddito imponibile un importo investito nel SIA all'atto dell'apertura del conto e nel corso di un orizzonte temporale predeterminato, nell'ottica di stimolare il decollo dello strumento); esenzioni (compresa l'esenzione dall'imposta sul reddito imponibile derivante dagli *asset* detenuti nel SIA); differimenti (sotto forma di posticipo dell'evento impositivo fino al ritiro delle attività dal SIA); applicazione di un'aliquota d'imposta uniforme al reddito prodotto dalle attività detenute nel SIA o al valore di queste ultime.

Quale che sia la forma in cui potrà materializzarsi, il regime di agevolazione fiscale del SIA dovrebbe operare entro una griglia di cui la CE traccia le coordinate: compatibilità con una struttura di finanza pubblica dello SM solida ed efficiente, conformità con la cornice normativa unionale, *in primis* con le libertà fondamentali sancite dal TFUE e, *ça va sans dire*, coerenza con le finalità dei SIA. Una griglia che sembra porre gli SM al cospetto di molteplici *trade-off* e polilemmi. Ad esempio, la CE riconosce che al beneficio fiscale del contribuente possa corrispondere una perdita di gettito per lo SM, almeno nei primi anni di vigenza della disciplina nazionale SIA-conforme. Tuttavia, da una prospettiva dinamica e di più lungo periodo¹³, livelli di investimenti *retail* più elevati rispetto a quelli che si sarebbero registrati in assenza di incentivo fiscale imprimerebbero, a giudizio della CE, uno stimolo espansivo all'attività economica, una crescita dei rendimenti e un allargamento della base imponibile e, in ultima istanza, un alleggerimento del costo degli incentivi fiscali a carico della finanza pubblica. Su un altro versante, la CE richiama l'attenzione sul rispetto del principio della libera circolazione dei capitali (art.63 TFUE). Princípio che lo SM intenzionato, ad esempio, a subordinare l'applicazione del regime di fiscalità agevolata del SIA a vincoli di natura geografica sarebbe tenuto ad osservare. Più in generale, gli incentivi non dovrebbero introdurre discriminazioni tra imprese insediate nel Mercato Unico e non dovrebbero ostruire né la di-

¹³ Sul piano teorico la CE tratta il tema, seppur per cenni, inquadrandolo nel paradigma delle c.d. "spese fiscali" (*tax expenditures*), cfr. Commission SWD p.37.

stribuzione né l'espansione a livello transfrontaliero dei prodotti di investimento¹⁴. Infine, le finalità perseguiti dai SIAs rilevano sotto un duplice profilo, non solo di tipo "macro" (le misure di fiscalità agevolata nazionale connesse ai SIAs dovrebbero tenere conto del nesso funzionale intercorrente tra questi e le priorità strategiche dell'UE) ma anche di tipo "micro". Con riferimento a questo specifico aspetto, l'imposizione di criteri di ammissibilità degli *asset* modulati in termini geografici e ricollegati ai benefici fiscali andrebbe valutata attraverso il prisma della diversificazione. Di qui, il monito della CE: qualora i rendimenti di un portafoglio fortemente sbilanciato verso investimenti domestici risultassero inferiori rispetto a quelli di un portafoglio maggiormente diversificato, la percezione del SIA da parte degli investitori *retail* potrebbe risentirne negativamente, scoraggiando la diffusione dello strumento e conducendo a risultati sub-ottimali in termini di investimenti aggregati¹⁵.

Sensibilizzazione

Oggetto dell'articolo 10, la diffusione di una "cultura dei SIAs" è destinata a rivestire un ruolo di primissimo piano nel decretarne il successo. La Raccomandazione promuove l'impegno da parte degli SM così come pure – si noti – dell'industria a condurre iniziative di sensibilizzazione, innanzitutto all'atto del lancio dei SIAs. In via prioritaria, queste iniziative dovrebbero puntare ad educare la platea degli investitori ai benefici e ai rischi associati agli investimenti nonché alla fruizione di questi conti approfondendo, in particolare, le tematiche inerenti alla funzionalità e all'accessibilità.

In questo contesto, preminente rilievo andrebbe ascritto alle attività di alfabetizzazione finanziaria a cui le campagne riguardanti i SIAs potrebbero connettersi o di cui potrebbero costituire parte integrante. Del resto, ampliando il campo dell'indagine, la CE è inequivoca nel rimarcare le sinergie tra l'affermazione dei SIAs e l'incremento dei livelli di educazione finanziaria. Ciò nell'ottica di accrescere, ad esempio, la consapevolezza e il senso di controllo da parte degli investitori *retail* circa le proprie decisioni di investimento e le relative conseguenze, incluse quelle derivanti dalla scelta di finanziare determinate attività economiche. Sinergie che, nelle aspettative della CE, dovrebbero riuscire a propiziare un incremento della porzione di risparmio privato investita in strumenti di mercati dei capitali.

Prossimi passi: attuazione e comunicazione

Proiettandosi verso gli sviluppi a tendere, l'articolo 9 ne traccia le linee direttive, istituendo un dispositivo formalizzato e strutturato di valutazione, controllo e informativa regolare *ex post* riguardante l'implementazione della Raccomandazione da parte degli SM. La disposizione assolve ad una funzione estremamente deli-

cata e peculiare, tanto più se esaminata attraverso la lente dell'atto di cui costituisce parte integrante i.e. un atto raccomandatorio formalmente sprovvisto del carattere di vincolatività.

Vengono in risalto almeno quattro profili: *ratio* dell'intero dispositivo, parametri valutativi, *accountability* degli SM, intelaiatura istituzionale. Primo: dal punto di vista della CE, l'istituzione del dispositivo acquisisce connotati di stretta, pressante necessità. Ciò alla luce della distintiva dualità del dossier SIA i.e. unionale nei contenuti (definizione di un modello comune) nonché nelle finalità (mobilizzazione e canalizzazione del risparmio europeo in chiave di sostegno alle priorità politiche dell'UE) ma nazionale nella concretizzazione (rimessa agli SM, invitati ad adottare quadri SIA *ex novo* o a riadattare quelli esistenti, in entrambi i casi guardando al modello di cui alla Raccomandazione). La *ratio* del dispositivo risiede nel mettere la CE in condizione di seguire, con regolarità e disponendo di una visione d'insieme di tutti gli SM, l'andamento dei diversi quadri nazionali SIA-conformi e, conseguentemente, di coordinarne le traiettorie future. Secondo profilo: la CE opera una distinzione tra attività di valutazione dell'efficacia delle misure nazionali adottate in attuazione della Raccomandazione ed attività di monitoraggio. Segnatamente, la prima andrebbe condotta giudicando l'effettiva capacità dei SIA (inclusi gli incentivi fiscali) di accrescere la creazione di ricchezza e di sostenere il finanziamento dell'economia europea complessivamente considerata. Per contro, la seconda verterebbe su diffusione dei SIAs, *asset* investiti ed impatto di bilancio di eventuali incentivi fiscali. Terzo profilo: gli SM dovrebbero riferire periodicamente circa le misure concrete adottate da essi e – si noti – dall'industria di settore per conformarsi alla raccomandazione e i progressi raggiunti in termini di diffusione dei SIAs; agli SM si raccomanda, altresì, di condividere, promuovere ed allineare le migliori pratiche riguardanti la concezione dei SIAs (compresa la tassazione dei redditi da risparmio e investimenti), massimizzare il grado di allineamento dei criteri nazionali che presiedono alla concessione degli incentivi fiscali e favorire la portabilità, nella prospettiva di velocizzare la creazione di un mercato unico dei SIAs. Quarto profilo: il dispositivo in esame risulta incardinato all'interno di due processi istituzionalizzati: uno ad impostazione "SIU-centrica", che si snoda nel processo di monitoraggio e nella revisione di medio-termine della SIU (di quest'ultima è attesa la pubblicazione entro il secondo trimestre del 2027¹⁶); l'altro coincidente con il Semestre Europeo, esercizio annuale di coordinamento durante il quale gli SM conformano le rispettive politiche economiche e sociali¹⁷ agli obiettivi e alle regole concordati a livello unionale. Con riferimento specifico al processo "SIU-centrico", in occasione dell'Eurogruppo del 9 ottobre scorso, è stato pubblicato il documento intitolato "Financial Services Committee's contribution to the 2025 structured monitoring of the progress on the CMU"¹⁸. Esso riporta gli esiti del primo

¹⁴ Da notare, la CE comunica di essere attualmente impegnata nello scrutinio di determinati quadri regolamentari nazionali che sembrerebbero imporre ingiustificate restrizioni intra-unionali, cfr. Commission SWD p.34. Inoltre, la Commissaria per i Servizi Finanziari e la SIU Maria Luís Albuquerque ha dichiarato che il proprio staff ha avviato dialoghi con Stati Membri dotatisi di conti di risparmio e di investimento che sembrerebbero prevedere limitazioni geografiche intra-unionali, cfr. 2025 Annual Progress Report Simplification, Implementation and Enforcement, p.7.

¹⁵ A giudizio della CE, studi empirici hanno dimostrato che un portafoglio diversificato internazionalmente ha avuto rendimenti aggiustati per il rischio superiori a quelli di un portafoglio concentrato su *asset* nazionali, cfr. Commission SWD p.35.

¹⁶ Comunicazione SIU. La revisione presenterà lo stato di avanzamento generale dei progressi della SIU. La *ratio* dell'istituzione di un meccanismo formalizzato di revisione di medio-termine è direttamente riconducibile all'importanza della SIU, iniziativa resa fondamentale da un contesto geopolitico e geoeconomico in rapida evoluzione, cfr. Comunicazione SIU p.19.

¹⁷ Quali politiche di bilancio, prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici, riforme strutturali (incluse quelle previste nei Piani Nazionali per la Ripresa e la Resilienza), politiche occupazionali.

¹⁸ General Secretariat of the Council, Financial Services Committee's contribution to the 2025 structured monitoring of the progress on the CMU, Brussels, 9 October 2025, 13835/25 (FSC contribution 2025).

processo di monitoraggio condotto nel corso del 2025¹⁹ dall'Eurogruppo in formato c.d. “inclusivo” riguardante, *inter alia*, i conti di risparmio e di investimento e sintetizza le informazioni fornite dagli SM²⁰ in merito ai progressi compiuti a livello nazionale e allo scambio di buone pratiche in materia. Rende note, altresì, le attività espletate tra il primo aprile 2024 e il 31 marzo 2025²¹ volte a sviluppare quadri per i conti di risparmio e di investimento, incluse adesione all'iniziativa FE, modifiche ai regimi esistenti, recenti evoluzioni. In ottica prognostica, alla luce di quanto riportato nella sezione “Possible follow-up” del documento, è ragionevole ritenerre che il processo di monitoraggio relativo all'intervallo temporale primo aprile 2025-31 marzo 2026 terrà conto della Raccomandazione²². Verosimilmente, i rapporti degli SM saranno presentati a maggio 2026, seguiti da una valutazione da parte della CE a settembre 2026. Con riferimento al Semestre Europeo, si rammenta che esso costituisce un esercizio articolato in tappe, il cui avvio e la cui conclusione coincidono, rispettivamente, con la pubblicazione del c.d. “Pacchetto d'autunno” della CE (novembre) e l'attuazione delle raccomandazioni specifiche per Paese (agosto-ottobre dell'anno successivo).

Quanto sopra apre ad un'ultima serie di considerazioni. Alla luce del grado di formalizzazione dell'atto in commento, del suo contenuto precettivo, del suo scopo e, come testé illustrato, del dispositivo di conformità *ex post* da esso istituito, verrebbe da chiedersi se, al di là del *nomen iuris*, la Raccomandazione non sia munita di un grado di vincolatività così marcato da trasfigurarne lo *status* in uno strumento di tipo diverso. Ricorrendo alla triade ermeneutica di testo, contesto e scopo dell'atto, appare legittimo verificare se questa Raccomandazione possa dirsi produttiva di effetti giuridici significativi, tali da incidere profondamente, ad esempio, sulla disciplina della fat-tispecie (i SIAs) e dei comportamenti dei destinatari (gli SM). Ove si rispondesse in senso affermativo, andrebbe indagato se ci si trovi al cospetto di una raccomandazione *sui generis* (fonte di effetti *lato sensu* vincolanti, più blandi di quelli di un regolamento ma più forti di quelli di una raccomandazione “tradizionale”, una sorta di *tertium genus* “ibrido”) oppure di un atto recante norme cogenti a tutti gli effetti, al di là del manto formale che le riveste.

Conclusioni

Ben consapevole del rischio di conclusioni affrettate – troppo recente, infatti, è la novella – il presente contributo, più modestamente, si congeda dal lettore accostandosi con approccio problematizzante ad alcuni interrogativi che ad una prima analisi, senz'altro parziale ed incompleta, la Raccomandazione sembra suscitare. Esposti in rapida successione come segue: grado di vincolatività dell'atto in questione (non solo *de iure* ma anche *de facto*); reazioni degli SM (a cominciare da quelli già dotatisi di conti di risparmio e di investimento prima della Raccomandazione); rapporto tra allineamento dei quadri nazionali esistenti e principio di non-interferenza da parte della CE; assimilabilità ai SIAs dei conti già esistenti sui mercati domestici e potenziali effetti dei primi sui secondi (ad esempio, in virtù del principio del trattamento fiscale più favorevole); interpretazione delle nozioni di “SIAs” e di “fornitori di SIAs”; ampliamento del paniere degli *asset* eleggibili da parte degli SM; dicotomia diversificazione-concentrazione delle opzioni di investimento offerte dai fornitori dei SIAs; ambiti di intervento dei SIAs (ad esempio, settori, imprese) e dualismo tra priorità politiche dell'UE e priorità politiche dei singoli SM; equilibrio tra promozione dei SIAs tramite fiscalità di vantaggio ed esigenze di finanza pubblica nazionale; relazione tra regimi fiscali incentivanti degli SM e principi e libertà fondamentali sanciti dal TFUE; dialettica tra condizioni dei bilanci nazionali (eterogenee), margini di manovra per interventi di fiscalità agevolata (anch'essi asimmetrici) ed obiettivo CE di creare un mercato unico dei SIA; conseguenze del processo di verifica e del controllo *a posteriori* nell'ambito di cornici istituzionali *ad hoc*.

La “politizzazione” dei SIAs in funzione delle priorità strategiche dell'UE, l'intreccio tra dimensione “macro” e dimensione “micro” e tra prospettiva unionale e prospettiva nazionale, la molteplicità e il “peso” dei portatori di interesse potenzialmente impattati rendono importante una riflessione critica, multidisciplinare e a largo raggio in merito agli interrogativi di cui sopra. L'imminenza delle scadenze istituzionali sopra documentate la rende impellente.

¹⁹ A seguito dello “Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union” (11 marzo 2024) e del “Common understanding on the format and frequency of the structured monitoring process on CMU” (4 novembre 2024), cfr. FSC contribution 2025 p.2. Il processo di monitoraggio è finalizzato a valutare la performance dei mercati dei capitali europei sulla base di contributi della CE quali indicatori chiave di rendimento (*Key Performance Indicators*, KPIs) di tipo quantitativo ed informazioni qualitative e i progressi compiuti in relazione ai temi concordati nel suddetto Statement con contributi da parte di CE e SM. Giava, altresì, ricordare che, a decorrere dal 2021, la CE pubblica un “Elenco degli indicatori per monitorare i progressi verso gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali” (la versione più aggiornata risale al 3 settembre scorso). Come anticipato dalla CE, questo elenco sarà rivisto per includere anche la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali e sarà successivamente utilizzato per monitorare regolarmente i progressi compiuti verso il conseguimento degli obiettivi generali della SIU, cfr. Consultazione SIA p.3.

²⁰ In risposta ad un questionario somministrato dal Segretariato del Financial Services Committee (FSC) agli SM in data 12 marzo 2025 con termine per la risposta fissato al 30 maggio 2025, cfr. FSC contribution 2025 p.2.

²¹ Dieci SM hanno riferito di aver sviluppato un quadro in materia di conti di risparmio e di investimento tra aprile 2024 e maggio 2025, sei dei quali nel contesto dell'iniziativa FE. Due SM hanno dichiarato di aver apportato rettifiche ai regimi esistenti atte a chiarire determinati aspetti della disciplina oppure a fornire flessibilità aggiuntiva in termini di *asset* ammissibili, così da includere anche investimenti *crowdfunding* e cripto-attività. Uno di questi SM ha comunicato di aver ampliato altresì il novero dei possibili fornitori, includendovi i fornitori di servizi di pagamento in aggiunta agli enti creditizi. Uno SM ha comunicato l'adozione *ex novo*, nel mese di maggio 2025, di un quadro che prevede un'aliquota agevolata pari al 15% e un'esenzione totale per il primo ritiro dopo 15 anni in assenza di ritiri intermedi. Due SM hanno dichiarato la propria intenzione di sviluppare i conti di risparmio e di investimento. Sedici SM non hanno riportato alcuna nuova misura, cfr. FSC contribution 2025 pp.4-5.

²² FSC contribution 2025 p.11.

Il DMA e il diritto dei mercati finanziari: parallelismi nella teoria comune dell'infrastruttura regolata

di Giovanni Bravi¹

1. Il mosaico digitale europeo

La rilevanza strategica degli ecosistemi digitali, il loro rapido sviluppo, e il perseguitamento esplicito del *Brussels Effect*, hanno portato l'Unione nell'ultimo decennio a regolare il settore digitale con decine di strumenti legislativi. Il DSA, il Data Act, il Data Governance Act, la NIS2 e l'AI Act ne sono solo alcuni esempi. Un altro, divenuto di recente effettivo, è il Digital Markets Act (Reg. (UE) 2022/1925, 'DMA').

Il DMA, Regolamento per i *mercati equi e contendibili nel settore digitale*, nasce dalla contestazione, non pacifica, della capacità degli artt. 101 e 102 TFUE di presidiare gli ecosistemi digitali dalle distorsioni della concorrenza. Con un passo storico, i poteri della Commissione europea si sono spostati dalla repressione dei comportamenti anticoncorrenziali *sovrastrutturali* tenuti dagli operatori digitali alla definizione della struttura dei relativi mercati. Gli snodi digitali vengono trattati come infrastrutture essenziali per l'intermediazione, la distribuzione e l'accesso al cliente, contrastando asimmetrie informative e *lock-in* del consumatore. Quello della regolazione dei nodi centrali è un tema noto al regolatore europeo.

Come si discuterà, la spina dorsale del DMA assume una morfologia che ricorda nel metodo, nei principi e negli strumenti utilizzati l'approccio regolatorio dei mercati finanziari, e in particolare la MiFID II (Dir. (UE) 2014/65, e Reg. delegato (UE) 2017/565), il MiFIR (Reg. (UE) 600/2014) e l'EMIR (Reg. (UE) 648/2012).

2. Il Digital Markets Act

Il DMA crea una struttura *ex ante*, non più orientata a reprimere gli accordi restrittivi e gli abusi di posizione dominante, bensì a modellare la contendibilità dell'ecosistema digitale, imponendo regole strutturali di comportamento a certi soggetti designati come *gatekeeper*. Ad oggi questi sono Alphabet, Amazon, Apple, Booking, ByteDance, Meta e Microsoft, sulla base di un elenco dinamico basato su criteri qualitativi e quantitativi e sull'individuazione di certi *core platform service*.

L'autorità competente per l'applicazione e la specificazione (art. 8.2 DMA) del DMA è la Commissione europea, DG COMP, supportata da un High-Level Group, organismo consultivo intersetoriale (art. 40 DMA), oltre che dal coordinamento tra autorità nazionali dell'European Competition Network (art. 38 DMA) e meccanismi di cooperazione (artt. 37-39 DMA). Questa scelta è esplicitamente indirizzata a una maggiore uniformità applicativa nel mercato unico digitale. Tuttavia, le autorità nazionali continuano a intervenire sulle intese anticoncorrenziali e sugli abusi di posizione dominante ai sensi degli artt. 101 e 102 TFUE, non senza incertezze applicative: è recente il procedimento avviato dal *Bundeskartellamt* tedesco nei confronti di Amazon in relazione a clausole di *price parity*, riconducibili, almeno in parte, anche

all'ambito applicativo del DMA.

Si tratta di una logica simile a quella che, nei mercati finanziari, affida alle autorità europee di vigilanza, BCE, ESMA, ed EBA, poteri coordinati di supervisione sugli intermediari di rilevanza sistematica. Entrambe le architetture pongono al centro la coerenza su scala continentale per l'efficacia applicativa di mercati che tendono naturalmente verso la sovranazionalità (art. 1(5) del Reg. (UE) 1095/2010, art. 1 del Reg. (UE) 1093/2010) e artt. 4 e 6 Reg. (UE) 1024/2013). Ancora, è un modello che richiama con le dovute differenze il sistema di *governance* costituito nel recente AI Act (Reg. (UE) 2024/1689, Capo VII).

3. Il paradigma MiFID II, MiFIR ed EMIR per le infrastrutture di mercato

All'operatore dei mercati finanziari, la logica del DMA suonerà familiare. La MiFID II, il MiFIR e l'EMIR condividono con il DMA una medesima architettura di regolazione delle infrastrutture, fondata su principi di neutralità, accesso non discriminatorio, vigilanza *ex ante* e *accountability*. Non è un caso. Entrambi i regimi nascono per governare snodi critici di intermediazione, mirando a garantire che i punti centrali del mercato, finanziario o digitale, siano strutturalmente facilitatori neutrali che non ne distorcano il funzionamento ordinato e contendibile. Si propongono alcuni parallelismi per una teoria comune dell'infrastruttura regolata.

3.1. Neutralità infrastrutturale e FRAND

Il MiFIR (artt. 35-37) e l'EMIR (artt. 7-8) impongono obblighi di accesso non discriminatorio reciproco tra sedi di negoziazione e controparti centrali, garantendo interoperabilità e parità di trattamento nell'instradamento degli ordini e nell'accesso alle infrastrutture di mercato, indipendentemente dalla sede prescelta. Il DMA replica questa logica nell'ecosistema digitale, imponendo una neutralità di piattaforma agli operatori degli *app store*, dei sistemi operativi, dei motori di ricerca e dei *marketplace*, sempre che questi siano quantitativamente rilevanti (si veda la recente esclusione di Facebook Marketplace). Le obbligazioni previste dal DMA (artt. 5-7) mirano a ridurre barriere di cambio (*switching costs*), prevenire condotte di *anti-steering* e *self-preferencing*, e introdurre obblighi di interoperabilità, portabilità dei dati e trasparenza degli algoritmi di *ranking*.

In entrambi i casi, il principio sottostante risulta essere che il controllo di un'infrastruttura essenziale per l'accesso al mercato non deve permettere di sfruttare detta posizione per discriminare fra gli utilizzatori o per favorire i propri servizi a valle. La neutralità infrastrutturale emerge come *policy* trasversale per i mercati con *essential facility*, generando obblighi di terzietà e non discriminazione.

¹ Dottorando presso il Dipartimento di Studi Giuridici dell'Università Bocconi.

La logica FRAND (termini equi, ragionevoli e non discriminatori) che ispira il DMA rispecchia i principi di *open access* consolidati nella regolamentazione dei mercati finanziari. In entrambi i contesti, non si vuole imporre un'apertura indiscriminata delle piattaforme, bensì eliminare barriere artificiali e prevenire un trattamento asimmetrico che alteri l'incontro ordinato e trasparente tra domanda e offerta. Come un'infrastruttura finanziaria non può applicare condizioni differenziate per favorire specifici operatori o servizi collegati, analogamente un *gatekeeper* digitale non può restringere l'accesso alla propria piattaforma per privilegiare segmenti proprietari del suo ecosistema. Il principio FRAND diventa quindi uno strumento regolatorio per garantire che le infrastrutture essenziali – digitali o finanziarie – mantengano la loro funzione di facilitatori neutrali dell'interazione economica.

3.2. Separazione dei conflitti, controlli interni e accountability

La MiFID II (e Regolamento delegato) tratta i conflitti di interesse spostando l'approccio dalla risoluzione *ex post* alla prevenzione, imponendo presidi organizzativi, *Chinese walls* e indipendenza delle funzioni di controllo tra aree potenzialmente confliggenti, come servizi di investimento e attività di negoziazione per conto proprio. Il DMA vieta il *self-preferencing* e limita l'uso dei dati non pubblici dei *business user* per competere direttamente nei loro confronti. Per entrambi, l'obiettivo è la neutralizzazione degli effetti distorsivi dell'integrazione verticale, capace di compromettere l'imparzialità del *matching*: nell'ambito finanziario, l'imparzialità dell'esecuzione e distribuzione, evitando che interessi proprietari contaminino consulenza e flussi d'ordine. Nel contesto digitale, l'imparzialità nel *discovery* e nell'accesso al cliente. Ne derivano mercati contestabili, con costi di *switching* ridotti (tramite interoperabilità e portabilità) e un riequilibrio informativo a favore di utenti e operatori terzi.

Peraltra, con il DMA il parametro di giudizio non è più la mera conformità formale, ma la *performance* regolatoria: il *gatekeeper* deve dimostrare che le misure adottate producono risultati tangibili in termini di apertura e contendibilità del mercato. A questo scopo, due strumenti sono centrali: i *compliance report* periodici (art. 11 DMA), basati su metriche quantitative di risultato, e il

potere di specificazione ex art. 8.2 DMA, che consente di imporre misure tecniche verificabili. Come le impalcature costruite da MiFID II (e Regolamento delegato) e MiFIR prevedono presidi organizzativi strutturati, *reporting* periodico standardizzato e funzioni di controllo indipendenti (artt. 16, 23-24 e 48 MiFID II; artt. 21-27 Reg. delegato; artt. 25-27 MiFIR), il DMA replica questa architettura di *governance* richiedendo una funzione di *compliance* autonoma (art. 28) e i *compliance report* standardizzati appena menzionati (art. 11).

Il legislatore sposta quindi il baricentro della regolamentazione dalla forma all'efficacia, dall'impegno alla prestazione. Nel caso del DMA, questa è misurabile attraverso indicatori di riduzione dei costi di *switching*, aumento dell'interoperabilità e contendibilità dell'ecosistema digitale. Si richiede alle piattaforme – ovvero ai soggetti che, sul piano informativo, si trovano nella migliore posizione per farlo – di dimostrare non solo di aver adottato le misure richieste, ma che tali misure producano effettivamente i risultati attesi in termini di apertura del mercato. Questa impostazione rende l'*accountability* orientata ai risultati (*outcome-based*) piuttosto che ai processi (*process-based*), riecheggiando la vigilanza per risultato (*outcome-based*) diffusa nella regolamentazione dei mercati finanziari.

4. Cenni conclusivi

La convergenza tra il regime del DMA e quello della regolamentazione dei mercati finanziari suggerisce l'esistenza di una teoria comune dell'infrastruttura regolata, dove la finalità non è disincentivare gli operatori dal tenere certi comportamenti tramite sanzioni *ex post*, ma modellare *ex ante* le condizioni di equità e trasparenza nei mercati interconnessi. I principi cardine che informano la disciplina dei nodi centrali sono neutralità, accesso equo, vigilanza preventiva e *performance* sostanziale. Concentrando l'attenzione sui risultati effettivi, gli operatori vengono utilizzati come realizzatori del disegno normativo.

Tramite il DMA, anche il diritto della concorrenza lascia il posto al diritto dell'accesso, e il regolatore correttivo si qualifica architetto del mercato, con il rischio epistemico della regolazione *ex ante* di mercati complessi come pericolo fiammeggiante sullo sfondo.



“Crypto asset” e depositario di OICR/fondi pensione di diritto italiano

di Giuseppe Quarantini¹

Negli ultimi mesi si sta sviluppando in Italia un certo dibattito rispetto a come un depositario di OICR/fondi pensione di diritto italiano possa porsi con riferimento all'assolvimento degli obblighi di custodia e di verifica della proprietà dei loro beni quando questi ultimi sono costituiti da “crypto asset”. Il presente articolo intende contribuire all'anzidetta discussione auspicando di fornire qualche chiarimento alla luce della recente evoluzione normativa e delle discussioni in corso in altri paesi europei.

Tenendo conto della normativa² e della dottrina³ disponibili ad oggi, è possibile per l'interprete distinguere tre macrocategorie di “crypto asset”, dove la terza costituisce uno specifico sottoinsieme della seconda:

a) “crypto asset” in senso generale, ma diversi dai “security token” che siano classificati strumenti finanziari secondo le recenti linee guida emanate dall'ESMA⁴: sono soggetti al MiCAR (anche Bitcoin e simili sono disciplinati da detto regolamento, ancorché non siano emessi ai sensi di quest'ultimo, rispetto a taluni servizi ivi disciplinati, compresa la custodia)⁵;

b) “crypto asset” costituiti da “security token” che siano classificati strumenti finanziari secondo le recenti linee guida emanate dall'ESMA⁶: sono fuori campo applicazione del MiCAR (vi rientrano gli strumenti finanziari nativi digitali emessi in base al “DLT Pilot Regime”, come implementato a livello di ciascun paese, in

Europa oppure in base al quadro normativo applicabile in paesi extra UE);

c) “security token” che siano classificati strumenti finanziari secondo linee guida ESMA ed emessi in base al decreto “Fintech”: sono fuori campo applicazione del MiCAR (e sono certamente strumenti finanziari nativi digitali ai sensi del diritto italiano).

Per quanto riguarda la custodia dei “crypto asset” soggetti al MiCAR, la definizione di riferimento (in italiano ed in inglese) contenuta nel suddetto regolamento è la seguente:

(17) “*prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto di clienti*”: *la custodia o il controllo, per conto di clienti, delle cripto-attività o dei mezzi di accesso a tali cripto-attività, se del caso sotto forma di chiavi crittografiche private*;

(17) “*providing custody and administration of crypto-assets on behalf of clients*” means *the safekeeping or controlling, on behalf of clients, of crypto-assets or of the means of access to such crypto-assets, where applicable in the form of private cryptographic keys*.

La definizione di custodia data dal MiCAR è tuttavia da leggere unitamente alle disposizioni comunitarie in tema di depositario⁷ che prevedono “*safekeeping duties with regard to assets held in custody*” e, dove non sia possibile fare “*custody*”, “*safekeeping duties regarding ownership verification and record keeping*”, oltre che a fronte della normativa in tema di strumenti finanziari e strumenti

1 SGSS S.p.A. – Vicedirettore Generale Corporate.

2 Riferimenti normativi su “crypto asset”:

- MiCAR: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02023R1114-20240109>
- D. Lgs. n. 129/2024: **DECRETO LEGISLATIVO 5 settembre 2024, n. 129 - Normattiva**
- EBA, “No Action letter” del 10/06/2025: [EBA publishes No Action letter on the interplay between Payment Services Directive \(PSD2/3\) and Markets in Crypto-Assets Regulation \(MiCA\) European Banking Authority](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-06/EBA%20publishes%20No%20Action%20letter%20on%20the%20interplay%20between%20Payment%20Services%20Directive%20(PSD2/3)%20and%20Markets%20in%20Crypto-Assets%20Regulation%20(MiCA)%20European%20Banking%20Authority)
- Banca d'Italia, comunicazione del 04/09/2025: [COMUNICAZIONE PER GLI OPERATORI](https://www.bancaditalia.it/it/comunicazione-per-gli-operatori)
- Linee guida [ESMA: ESMA75453128700-1323 Final Report on the Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA%2075453128700-1323%20Final%20Report%20on%20the%20Guidelines%20on%20the%20conditions%20and%20criteria%20for%20the%20qualification%20of%20crypto-assets%20as%20financial%20instruments)
- “DLT Pilot Regime”: [Regulation - 2022/858 - EN - dlt - EUR-Lex; DLT Pilot Regime](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02023R1114-20240109&highlight=DLT%20Pilot%20Regime)
- Decreto “Fintech”: [DECRETO-LEGGE 17 marzo 2023, n. 25 - Normattiva](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA%2075453128700-1323%20Final%20Report%20on%20the%20Guidelines%20on%20the%20conditions%20and%20criteria%20for%20the%20qualification%20of%20crypto-assets%20as%20financial%20instruments)

3 Tra gli altri si vedano, citati di seguito, G. D'Agostino (“MiCAR: rischi e opportunità per le istituzioni finanziarie che prestano servizi su crypto asset nella UE”, Bancaaria, n. 2, 2023), G. Escalar (“La fiscalità per i privati di strumenti finanziari digitali e security token”, Corriere Tributario, n. 4, 1 aprile 2024), C. Galli (“Obligazioni e titoli similari in forma digitale: il regime fiscale degli interessi richiede maggiore chiarezza”, il fisco, n. 1/2025), nonché Grazia Bonante, Salvatore Luciano Furnari e Davide Schettini (“La custodia degli strumenti finanziari digitali”, Quaderni AMF Italia, n. 2/2004).

4 Come indicato nel documento “The tokenization of assets and potential implications for financial markets” pubblicato dall'OCSE nel 2020 (citato nel documento “Fondi Italiani Digitali, Linee Guida, Maggio 2024”, di Assogestioni), i “security token” sono una categoria di “crypto asset” costituiti tanto da strumenti finanziari digitali (vale a dire, che nascono come tali e, pertanto, sono denominati anche strumenti finanziari nativi digitali o, in base al “DLT Pilot Regime”, strumenti finanziari DLT), quanto da rappresentazioni digitali di strumenti finanziari non digitali.

5 Con riferimento alla disciplina del D. Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza - TUF) dedicata a ciò che è “prodotto finanziario” in quanto classificabile come “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” (cfr. art. 1, comma 1, lettera u, del TUF), è opportuno ricordare che l'art. 39 del D. Lgs. n. 129/2024 ha stabilito che “La disciplina del TUF avente a oggetto i prodotti finanziari non si applica alle cripto-attività che rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento (UE) 2023/1114” (sul punto si veda quanto a suo tempo auspicato da G. D'Agostino, *op.cit.*).

6 Le linee guida in questione, emanate lo scorso 17 dicembre, stabiliscono che “*National competent authorities and financial market participants should classify crypto-assets as transferable securities if they confer to their holders equivalent rights to those granted by shares, bonds, other forms of non-equity securities or other transferable securities as referred to in Article 4(1)(44) of MiFID II. A crypto-asset should qualify as a financial instrument if it falls within the definition of a transferable security provided by MiFID II. In such case crypto-assets should be subject to the exact same rules as traditional financial instruments in line with the principle of technological neutrality. A substance over form approach should be adopted to determine if a crypto-asset qualifies as a financial instrument. National competent authorities and financial market participants should thus consider that, a crypto-asset qualifies as transferable securities, when it cumulatively fulfills the following three criteria: (i) not being an instrument of payment; (ii) being “clases of securities”; and (iii) being negotiable on the capital market.*”

7 Riferimenti normativi su depositario:

- Direttiva AIF: [Investment funds - European Commission](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02023R1114-20240109&highlight=AIF)
- Direttiva UCITS: [Investment funds - European Commission](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02023R1114-20240109&highlight=UCITS)
- Direttiva IORP: [Occupational pension funds - European Commission](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02023R1114-20240109&highlight=IORP)
- D. Lgs. n. 58/1998: [TUF e regolamenti Consob - AREA PUBBLICA - CONSOB](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA%2075453128700-1323%20Final%20Report%20on%20the%20Guidelines%20on%20the%20conditions%20and%20criteria%20for%20the%20qualification%20of%20crypto-assets%20as%20financial%20instruments)
- D. Lgs. n. 252/2005: [Legislazione nazionale | COVIP](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA%2075453128700-1323%20Final%20Report%20on%20the%20Guidelines%20on%20the%20conditions%20and%20criteria%20for%20the%20qualification%20of%20crypto-assets%20as%20financial%20instruments)
- Banca d'Italia: [Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio](https://www.bancaditalia.it/it/regolamento-sulla-gestione-collettiva-del-risparmio)

finanziari digitali di volta in volta applicabile⁸.

Per quanto riguarda il “custody” è opportuno ricordare che le disposizioni comunitarie in tema di depositario prevedono che siano custodibili da quest’ultimo gli strumenti finanziari (i) immessi in un certificato fisico (nella forma di titolo di credito), oppure (ii) che possono essere registrati in appositi conti nei libri contabili del depositario stesso e, da ultimo, (iii) le quote/azioni di OICR registrate a nome del depositario; al di fuori di queste casistiche, si entra nell’ambito del “record keeping”, ossia di verifica della proprietà e registrazione di altri beni⁹.

Un’attenta lettura del quadro normativo sopra sommariamente richiamato dovrebbe dunque portare ad escludere che un depositario, per poter assolvere ai propri obblighi, sia necessariamente chiamato ad essere un “Crypto-asset service provider” (CASP) ai sensi del MiCAR. Infatti, detto ruolo/qualifica:

- non rileverebbe rispetto ai “security token” che siano strumenti finanziari (questi sono fuori campo applicazione del MiCAR e per essi si applicherebbe certamente quanto previsto in tema di “custody” o di “record keeping” dalle disposizioni comunitarie che regolano l’attività di depositario);

- per tutti gli altri “crypto asset”, pare andare oltre l’obbligo di verifica della proprietà e registrazione degli altri beni previsto per il depositario (posto che va necessariamente escluso un obbligo di “custody” in senso stretto, quanto indicato dal MiCAR, ossia “controlling, on behalf of clients, of crypto-assets or of the means of access to such crypto-assets, where applicable in the form of private cryptographic keys” non sembra infatti coincidere con “safekeeping duties regarding ownership verification and record keeping” o implicare, per tale tipologia di “other asset”, un “gold plating” di detta ultima attività).

Con riferimento alle tre macrocategorie di “crypto asset” sopra

illustrate, in base a quanto previsto dalla normativa applicabile al depositario di OICR/fondi pensione di diritto italiano, si può dunque giungere a concludere che quest’ultimo ha obblighi di:

- “custody” di strumenti finanziari per macrocategoria c)¹⁰ e per macrocategoria b) se equiparabili a macrocategoria c) (vale a dire, quando ci sono le condizioni in base alla disciplina del paese estero; la circostanza va verificata caso per caso);

- “record keeping” di altri “asset”, compresi quelli che non possono essere tenuti in “custody”, rispetto a macrocategoria a) e macrocategoria b) se non sono equiparabili a macrocategoria c).

Per assolvere ai propri obblighi, nel rispetto della medesima normativa, il suddetto depositario può dunque ricorrere a:

- rispetto a macrocategoria c) e macrocategoria b) se equiparabili a macrocategoria c), il “sub-custody” designando il “sub-custodian” che possegga i necessari requisiti;

- rispetto a macrocategoria c) e macrocategoria b) se equiparabili a macrocategoria c), la delega degli obblighi di “custody” designando il delegato che possegga i necessari requisiti. La delega potrebbe peraltro essere necessaria perché unica modalità per soddisfare l’obbligo di custodia;

- rispetto a macrocategoria a) e macrocategoria b) se non sono equiparabili a macrocategoria c), la delega degli obblighi di “record keeping”, con opportunità di realizzarla verso un CASP.

In sintesi, il depositario è dunque chiamato a scegliere il proprio “modus operandi” considerando il rischio di restituzione sotteso a ciascuna delle possibilità di assolvimento dei propri obblighi di custodia e di verifica della proprietà dei beni di un OICR/fondo pensione, nella consapevolezza che non è allo stato possibile applicare un approccio “one size fits all”.

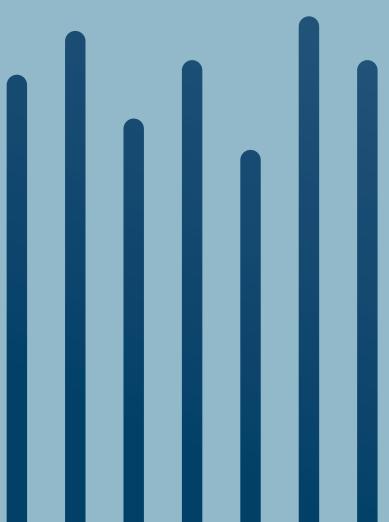
⁸ In proposito, è doveroso segnalare che, a livello nazionale, non c’è uniformità di vedute in dottrina rispetto agli strumenti finanziari digitali. Interessante risulta la posizione assunta da G. Escalar, che considera tali solo quelli oggetto di scritturazione sul registro distribuito per la circolazione digitale tenuto dal responsabile del registro di cui al decreto “Fintech” e, quindi, ritiene sussistere un rapporto di custodia rispetto a strumenti finanziari digitali solo nel caso di “scritturazione sul registro ovvero nelle scritture contabili degli intermediari”, con la conseguenza che la chiave privata è “degradata a semplice strumento di autenticazione di colui che risulta titolare degli strumenti finanziari digitali dalle scritturazioni del registro” (cfr. G. Escalar, *op.cit.*). Di diverso avviso, C. Galli (cfr. C. Galli, *op.cit.*). In punto custodia, gli avvocati dello Studio Lener affermano invece che la “la gestione e la protezione delle chiavi private sembra così diventare il fulcro della custodia degli strumenti finanziari digitali” essendo le chiavi private “essenziali alla circolazione immediata degli strumenti finanziari” di che trattasi (cfr. Grazia Bonante, Salvatore Luciano Furnari, Davide Schettini, *op.cit.*). Nel documento “Fondi Italiani Digitali, Linee Guida, Maggio 2024”, Assogestioni non entra specificatamente nel merito, cercando di dare un inquadramento generale del ruolo e responsabilità di un depositario rispetto a tutte le macrocategorie di “crypto asset”, inquadramento che andrebbe peraltro letto alla luce di quanto successivamente stabilito dal D. Lgs. 5 settembre 2024, n. 129 (cfr., in particolare, art. 26).

⁹ Per la distinzione che, nell’ambito del “safekeeping” (attività di salvaguardia), viene operata tra “custody” (custodia di strumenti finanziari) e “record keeping” (verifica della proprietà e registrazione di “other asset”), cfr. il documento “Istruzioni operative per i depositari di OICR italiani, Dicembre 2015” dell’ABI.

¹⁰ Potrebbe peraltro essere necessario abbinare un servizio di ricezione e trasmissione ordini, per poter dare ingresso con certezza a quanto disposto dall’art. 11 del decreto “Fintech”.



Giurisprudenza



Giurisprudenza

di Mateo La Torre Ruiz de los Llanos¹

Cassazione penale sez. V, 18/06/2025, n. 28898

Oggetto: Sanzioni amministrative e penali parallele per la manipolazione del mercato sono compatibili

In materia di manipolazione del mercato, l'applicazione di sanzioni amministrative e penali non viola il principio del ne bis in idem, qualora esse siano connesse materialmente e temporalmente, complementari e proporzionate. Spetta all'imputato l'onere di provare l'assenza di tale connessione o la sproporzione. (Massima redazionale)

Cassazione civile sez. II, 30/08/2025, n. 24238

Oggetto: Le sanzioni Consob ai sensi dell'art. 190 TUF hanno natura amministrativa, non penale

Le sanzioni irrogate dalla Consob hanno natura amministrativa e non sostanzialmente penale. Pertanto, non trovano applicazione le garanzie della lex mitior né del ne bis in idem. I termini procedurali previsti dai regolamenti Consob hanno carattere acceleratorio e non perentorio; di conseguenza, eventuali ritardi non comportano l'invalidità della sanzione. (Massima redazionale)

Cass. civ., sez. II, 16/07/2025, n. 19750

Oggetto: Nessuna rinuncia automatica ai crediti aziendali in caso di cancellazione dal registro delle imprese

In caso di cancellazione di una società dal registro delle imprese, la mera omissione di un credito dal bilancio finale di liquidazione non implica automaticamente una tacita rinuncia a tale credito. L'estinzione del credito può essere dichiarata solo se la parte che la invoca dimostra l'esistenza di una volontà espressa o inequivocabilmente dedotta di rinunciare al diritto, comunicata al debitore. (Massima redazionale)

Cassazione civile sez. II, 16/09/2025, n. 25439

Oggetto: I direttori delle banche sono personalmente responsabili delle omissioni nei prospetti nonostante la delega

Gli amministratori e i presidenti delle banche rimangono personalmente responsabili per le omissioni nei prospetti informativi. La delega al personale tecnico, anche giustificata, non esclude la responsabilità, poiché gli amministratori hanno il dovere di agire con consapevolezza e diligenza. Una volta accertata la violazione, la responsabilità è presunta, salvo che l'amministratore non dimostri l'assenza di colpa. (Massima redazionale)

Cassazione civile sez. VI, 24/09/2025, n. 26079

Oggetto: Le polizze unit-linked sono prodotti finanziari ai sensi del TUF; gli artt. 21 e 23 del TUF si applicano indipendentemente dal canale

Le polizze unit-linked sono considerate prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, in considerazione della loro natura speculativa e degli aspetti assicurativi. In tal senso, gli articoli 21 e 23 del TUF si applicano alla loro sottoscrizione e collocamento, indipendentemente dal canale distributivo o dalla ripartizione di vigilanza tra Consob e Ivass. Tale disposizione non è stata modificata dalla Direttiva sulla Distribuzione Assicurativa, in quanto non si applica retroattivamente. (Massima redazionale)

Corte d'Appello di Ancona sez. I, 06/05/2025

(ud. 05/05/2025, dep. 06/05/2025), n. 659

Oggetto: Titolo per ottenere pagamento pro quota dei debiti sociali

Il socio recedente è tenuto al risarcimento dei danni qualora cessi di adempire al proprio obbligo contrattuale di prestazione di lavoro personale prima che il recesso abbia effetto. Il risarcimento è limitato alle spese comprovate. La società non può esigere il pagamento pro quota dei debiti sociali, in quanto la responsabilità per i debiti è esercitabile solo dai creditori, non dalla società stessa. (Massima Redazionale)

ACF, decisione n. 8187, 26/09/2025

Oggetto: Ordine di vendita errato dovuto a un errore di sistema giustifica solo un risarcimento limitato basato sul prezzo attuale

Per quanto riguarda le controversie finanziarie, l'esecuzione errata da parte di un intermediario di un ordine di vendita annullato a causa di un errore di sistema giustificava solo un risarcimento limitato basato sul prezzo di mercato attuale. Le richieste di risarcimento danni maggiori basate su successivi aumenti di prezzo o di ripristino dei titoli sono state respinte in quanto speculative e incoerenti con l'intento originario di vendita dell'investitore. (Massima Redazionale)

¹ Dottorando presso il Dipartimento di Studi Giuridici dell'Università Bocconi.

www.amfitalia.org