

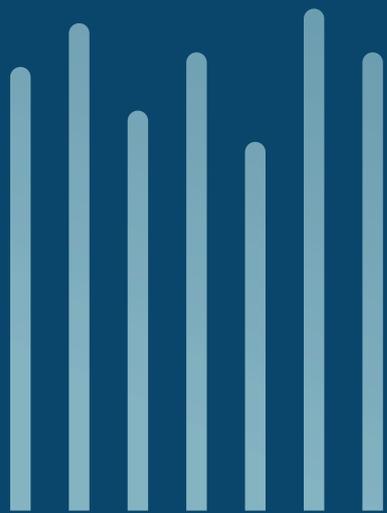


ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI  
MERCATI FINANZIARI - ASSOSIM

Periodico di informazione  
e approfondimento

Anno I Numero 1/2023

# Quaderni Assosim







# Quaderni Assosim

**Periodico di informazione e approfondimento**

Anno I  
Numero 1 - 2023

### **Direzione**

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

### **Comitato scientifico**

Marco Ventoruzzo (coordinatore)

Filippo Annunziata – Raffaele Lener – Piergaetano Marchetti – Enzo Moavero Milanesi – Marco Onado –  
Andrea Pisaneschi – Luca Rossi – Paola Severino – Andrea Sironi – Luisa Torchia

### **Comitato editoriale**

Federico Riganti (coordinatore)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

**Email redazione:** [rivista@assosim.it](mailto:rivista@assosim.it)

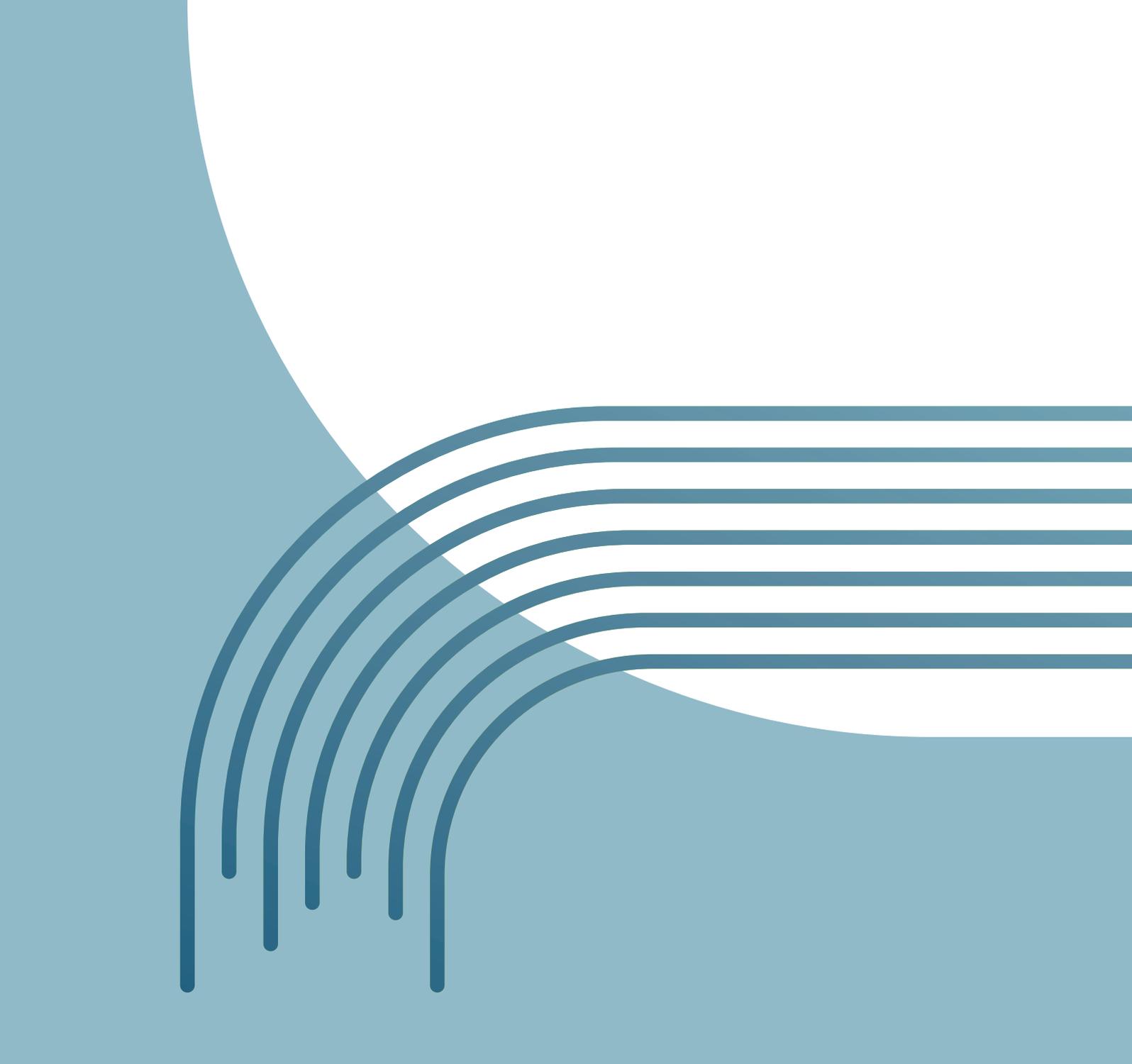
---

*I Quaderni Assosim 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.*

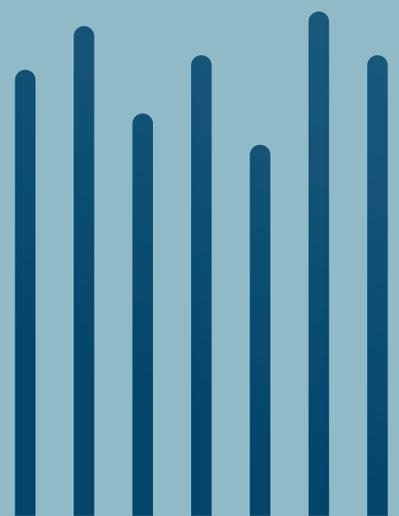
# Indice

<b>Editoriali</b>	<b>7</b>
NFT-backed loans. Operatività e problemi giuridici	9
L'applicazione degli stress test alla FinTech	11
L'eredità della "sentenza Cattolica" nella recente giurisprudenza in materia di contratti derivati - il criterio del mark-to-market	14
<b>Novità Normative</b>	<b>17</b>
Il nuovo regolamento UE sui green bond: un raro (e virtuoso) esempio di regolazione light-touch da parte del legislatore europeo	19
La pubblicazione degli standard ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità	22
<b>Giurisprudenza</b>	<b>25</b>
<b>Angolo Fiscale</b>	<b>29</b>
Imposta minima globale, punti fermi e questioni aperte in vista della prossima attuazione	31
Riforma fiscale: in attesa della riforma IRES, il governo introduce nuovi incentivi alle assunzioni e abroga l'ACE	34
<b>Uno sguardo al mercato</b>	<b>34</b>
La negoziazione in Italia. Campanelli di allarme	39
<b>Eventi e Formazione Assosim</b>	<b>43</b>





# Editoriali





## NFT-backed loans. Operatività e problemi giuridici

di Benedetta Bonfanti

**1.** Pochi anni fa, quando gli NFTs (Non-Fungible Tokens) hanno visto la loro comparsa nel variegato panorama dei crypto-assets, taluni esperti del settore avevano relegato questo particolare bene digitale ad una moda passeggera e transitoria, prevalentemente circoscritta al mondo del gaming e della crypto-art; si considerava, pertanto, destinata a rimanere circoscritta in un perimetro modesto e ad esaurirsi in poco tempo.

Si deve ammettere, tuttavia, che queste previsioni non hanno ricevuto successivamente conferma nella realtà: i dati relativi a questo particolare mercato mostrano volumi di scambio consistenti, nonché l'applicazione di questo strumento a settori ulteriori rispetto a quelli originari (ad es. al mondo della moda).

Tra le nuove frontiere nell'uso di questa tecnologia, si colloca una particolare forma di finanziamento che, negli ultimi anni, ha vissuto uno sviluppo in costante crescita. Si tratta dei c.d. NFT-backed loans, attraverso cui, per il tramite di apposite piattaforme, è possibile ottenere una somma liquida di moneta digitale a fronte del deposito del proprio NFT in garanzia.

Tra gli operatori del settore crypto, lo sviluppo di questo schema di finanziamento è stato accolto con grande favore in quanto funzionale alla pronta monetizzazione del valore incorporato in questi strumenti.

I brevi appunti che seguiranno saranno dedicati all'analisi di questi particolari prodotti di credito che, allo stato attuale, difettano di un'apposita regolamentazione eteronoma e, pertanto, pongono non pochi problemi ai giuristi e agli operatori del settore.

**2.** Dalla ricognizione dell'operatività delle principali piattaforme e dallo studio dei termini e delle condizioni praticate, è possibile anzitutto constatare la molteplicità di schemi di finanziamento che vengono accomunati sotto questa denominazione. Ad una struttura «di base» dell'operazione comune, si affiancano poi regole ulteriori e diversificate.

Il nucleo essenziale può anzitutto essere individuato nella possibilità di ottenere una somma di criptovalute in prestito a fronte del deposito del proprio NFT in garanzia (collateral).

Il deposito avviene per tutte attraverso una modalità tecnologica simile. Secondo l'alternativa oggi ricorrente, l'NFT viene trasferito dal conto (wallet)

del proprietario in uno smart contract (escrow smart contract) ovvero, secondo una diversa tecnica di programmazione della piattaforma, mantenuto nel portafoglio digitale del prestatore senza che però gli venga reso tecnicamente possibile alcun atto di disposizione per tutto il corso del finanziamento.

Un ulteriore tratto di comunanza tra questi prodotti si coglie poi nell'assenza di una fase preordinata alla valutazione del merito creditizio del mutuatario. È infatti sufficiente che quest'ultimo depositi l'asset in garanzia perché possa darsi corso al prestito. In effetti questo tratto dell'operazione costituisce uno di quelli maggiormente pubblicizzati tra i vantaggi di questa forma di crypto-loan.

Accanto a questi elementi di identità, le diverse piattaforme modulano però ulteriormente le condizioni e i termini praticati.

**3.** Quanto al momento costitutivo del rapporto, è possibile attuare una prima distinzione in ragione della sussistenza o meno di una correlazione tra l'ammontare del prestito e il valore dell'NFT concesso come collateral.

Nello schema proposto da alcune piattaforme, deve sussistere necessariamente un rapporto tra la somma ricevuta e il valore dell'NFT. L'esistenza di questa particolare connessione tra i due valori assume nelle regole predisposte da queste piattaforme la denominazione di Loan to Value (LTV) ed esprime l'ammontare monetario che è possibile ricevere in considerazione della stima dell'asset digitale.

Secondo lo schema proposto dalle altre, invece, non deve sussistere alcun rapporto tra i due valori. Il mutuatario «carica» il proprio NFT sulla piattaforma e indica autonomamente l'ammontare del prestito, il tasso di interesse e il termine del finanziamento.

**4.** Una seconda differenza di rilievo si coglie poi nella fase di pendenza del rapporto e, precisamente, nella sussistenza o meno di meccanismi di monitoraggio del valore della garanzia. Si consideri a questo proposito che il mercato degli NFTs si caratterizza strutturalmente per l'estrema volatilità dei prezzi che, dunque, subiscono sensibili oscillazioni in brevi lassi di tempo.

In alcune piattaforme, si può constatare la predisposizione di una struttura tecnologica finalizzata al costante controllo del valore della garanzia nonché la

creazione di un articolato meccanismo di «salvaguardia» nel caso di repentini deprezzamenti del bene; nell'ipotesi in cui le variazioni si pongano al di sotto delle soglie fissate, viene attivata una particolare procedura volta alla liquidazione dell'NFT, definita liquidation protection.

In altre, al contrario, difetta qualunque strumento per il monitoraggio del valore della garanzia; la piattaforma, troviamo chiarito nelle condizioni generali, non risponde per le fluttuazioni di valore in corso di rapporto.

**5.** La terza e ultima differenza che occorre considerare si coglie nel momento estintivo. Come nel caso dei comuni finanziamenti, le piattaforme prevedono due possibili scenari a seconda che vi sia o meno la restituzione di capitale e interessi nel termine pattuito.

In ipotesi di adempimento dell'obbligazione restitutoria, per vero, si può rintracciare in tutte le piattaforme una regola analoga, nonché conforme all'operatività tradizionale: l'NFT viene restituito al debitore; l'asset digitale, dunque, si trova ad essere automaticamente (ri)trasferito dall'escrow smart contract al wallet del proprietario.

Le differenze si colgono, invece, nell'ipotesi in cui si verifichi l'inadempimento.

Secondo le regole predisposte da alcune piattaforme l'NFT viene automaticamente trasferito dall'escrow smart contract al portafoglio del creditore. Il token, dunque, entra direttamente a fare parte del patrimonio del creditore, senza l'attivazione di alcuna procedura di liquidazione.

Secondo altre, invece, si apre un'articolata procedura di realizzazione della garanzia. Per iniziativa del creditore ovvero, secondo una diversa variante, per impulso di qualunque utente della piattaforma, viene attivata un'asta digitale (solitamente del tipo c.d. olandese) attraverso la quale l'NFT viene posto in vendita.

Nel caso in cui l'asset venga venduto ad un prezzo maggiore di quello di mercato, la differenza viene restituita al debitore oppure divisa tra il debitore e la piattaforma. Nel caso, logicamente opposto, in cui invece l'NFT non trovi acquirenti nel mercato, la piattaforma diviene proprietaria del bene digitale.

**6.** L'operatività appena tratteggiata risulta, come già accennato, sprovvista di un apparato regolatorio di riferimento; conseguentemente si aprono per il giurista e l'operatore del settore una serie articolata e nutrita di problemi che, è anche da osservare, si collocano su piani di indagine diversi. Di seguito, per appunti, i principali quesiti.

Sotto il profilo regolatorio, anzitutto, è da chiedersi se l'attività svolta da queste piattaforme necessiti di essere autorizzata dalle competenti autorità di vigilanza. Da quest'angolo visuale, infatti, questi soggetti sembrerebbero porsi quali intermediari nell'alveo di operazioni sostanzialmente creditizie.

Cambiando angolo di osservazione e ponendosi nella prospettiva negoziale, occorre poi interrogarsi sulla qualificazione degli accordi così posti in essere e sulla compatibilità o meno di queste strutture con le regole e i principi del diritto domestico.

In una prospettiva ancora ulteriore, che considera il sorgere di possibili controversie, è da chiedersi quali siano i criteri attraverso cui è possibile individuare il giudice chiamato a risolvere gli eventuali conflitti.

Quest'ultimo profilo, che sembrerebbe l'unico giunto alla concreta attenzione dei giuristi, pone non poche criticità in ragione della strutturale transnazionalità delle operazioni, nonché – quale ulteriore elemento di complicazione – dell'anonimato che con frequenza copre gli utenti di queste piattaforme. E, ancora, di quali strumenti disponga il giudice per rendere effettivo il proprio giudicato posti gli elementi appena indicati.

# L'applicazione degli stress test alla FinTech

di Vito Bevivino

## 1. Un vasto mondo interrelato

L'esperienza applicativa degli strumenti di intelligenza artificiale nel settore d'impresa riguarda da tempo i servizi e i prodotti finanziari. Al mercato di servizi finanziari e bancari strutturati su soluzioni tecnologiche ci si riferisce, come noto, utilizzando il lemma *financial technology*, o finanza tecnologica, ovvero con l'abbreviazione, ancora più nota, *FinTech*.

L'applicazione della tecnologia alla realtà finanziaria individua quindi il carattere comune di una vasta quantità di prodotti e servizi finanziari, tra di essi molto differenti, che comporta l'indubbia difficoltà di essere ricondotta a unità senza rinunciare a una definizione che non rischi di ampliare il fenomeno al punto da non poterlo utilmente determinarlo ai fini della sua regolazione. Se si vuole adottare il punto di vista dell'impresa, si possono prendere in considerazione come *FinTech* quelle imprese che risultano accomunate dallo sviluppo di attività basate su tecnologie informatiche e digitali, o che le sviluppano per l'applicazione all'ambito finanziario. Si tratta quindi di un fenomeno inter-settoriale che interessa l'ambito finanziario e bancario, che si articola su più piani e riguarda sia l'offerta di servizi agli utenti finali, sia l'applicazione di processi produttivi da parte degli operatori finanziari.

Il *FinTech* rappresenta quindi un fenomeno estremamente diversificato, che copre i settori del sistema finanziario e si produce in una varietà di applicazioni di difficile ricognizione. Se ci si vuole limitare ad alcuni significativi esempi che possano rendere l'idea della sua ampiezza, si possono prendere in considerazione le piattaforme di crowdfunding (che consentono la raccolta di capitali), le valute virtuali e i token (cripto-asset; che sono relativi ai settori dei pagamenti e degli investimenti), il robo-advice (che consente la consulenza in materia di investimenti e assicurazioni nonché nella gestione di portafogli) e l'InsurTech (in questo caso si tratta di assicurazioni basate sull'utilizzo di tecnologia digitale), sia on-demand, sia peer-to-peer, che realizzano forme di disintermediazione, ma le applicazioni nel settore finanziario sono innumerevoli, soprattutto per quanto riguarda l'utilizzo della Distributed Ledger Technology (DLT), o di analoghe tecnologie, le tecnologie online e mobile, la biometria, i big data, e l'intelligenza artificiale (AI), inclusi il cloud computing e il machine learning.

## 2. Il rischio sistemico generato dalla FinTech

Per diverse ragioni, il rischio sistemico della *FinTech* viene misconosciuto, o sovrapposto al tema della stabilità finanziaria, senza che gli venga assegnata adeguata rilevanza.

Il rischio sistemico può essere generato dalla finanza tecnologica (*FinTech*): si giustifica la sua analisi per gli inevitabili riflessi che il suo avveramento può comportare per la stabilità finanziaria ed economica. Al contempo, non si può escludere che lo stesso tipo di rischio sia generato da altri settori del sistema economico, e possa quindi pregiudicare la stabilità e l'esistenza stessa delle imprese di finanza tecnologica.

Le considerazioni che suggerisce il tema spaziano quindi dall'individuazione del rischio sistemico, all'esame della sua percepibilità, alla sua gestione, fino, di conseguenza, all'opportunità e alle modalità (anche tecnologiche) della sua supervisione.

## 3. Le caratteristiche del rischio sistemico della FinTech

L'approccio regolatorio alla finanza tecnologica sembra, infatti, necessitare di analisi specifiche per le diverse attività del mercato finanziario coinvolte così da far emergere i rischi a esse riconducibili che risultano peculiari quanto a natura e intensità. In altre parole, i rischi che si devono monitorare in relazione alla stabilità finanziaria differiscono a seconda dell'oggetto dell'attività e dell'impresa di finanza tecnologica e delle interconnessioni che si sviluppano.

Tuttavia, è possibile riscontrare alcuni aspetti comuni che sembrano consentire di riconoscere il rischio sistemico.

Nella finanza tecnologica, le soluzioni tecnologiche che caratterizzano la prestazione dei servizi si affiancano infatti all'offerta di prodotti finanziari (da intendere in senso lato) basati su strumenti tecnologici, a cui si accompagnano più generali processi di digitalization e datafication del sistema sociale, che si spingono fino al limite della copertura tecnologica che li rende possibili. Ognuno di questi fenomeni riguarda imprese che risultano molto differenti per oggetto dell'attività svolta, volumi degli scambi, rilevanza sistemica dei servizi e delle connessioni finanziarie tra imprese del settore e con le più tradizionali imprese finanziarie sottoposte a vigilanza (incumbent).

Le differenze appena accennate si traducono per il sistema finanziario nell'emersione di servizi che assolvono una funzione economica, accanto o in sostituzione di strumenti già conosciuti nella finanza, rispetto ai quali istituiscono canali diversi da quelli tradizionali, possedendo un potenziale valore di disruption, e realizzano sia la disintermediazione (disintermediation) che il decentramento (decentralization) dei servizi finanziari. Aspetti questi che possono essere considerati per filtrare e rilevare i fenomeni di FinTech e che sono tra i fattori che comportano il riconoscimento dei rischi per la stabilità finanziaria.

#### **4. L'inadeguatezza dei tradizionali strumenti macro e micro-prudenziali per la supervisione della FinTech**

La ricaduta sulla regolazione del rischio sistemico generato dalla FinTech riguarda l'incertezza sulla valutazione dei rischi associati alle attività generate e, quindi, sulla determinazione dei livelli di capitale adeguato e di attività liquide che un'impresa finanziaria (in senso lato) con esposizione a tali attività dovrebbe detenere. Se i requisiti sono calibrati in modo errato, aumenta la probabilità che gli istituti finanziari non siano sufficientemente protetti da uno shock finanziario.

Le autorità di regolazione hanno come obiettivo la stabilità finanziaria. Posseggono, o potrebbero possedere, i poteri che consentono di raccogliere le informazioni necessarie per prendere decisioni adeguate sui rischi sistemici emergenti correlati alla finanza tecnologica.

Sul piano macroprudenziale, l'aumento dell'automazione del sistema finanziario evidenzia anche i limiti delle strategie di regolazione adottate a partire dalla crisi finanziaria del 2008 per assicurare la stabilità finanziaria. Gli strumenti macroprudenziali si dimostrano in difficoltà davanti all'autonomia della finanza algoritmica. Inoltre, non sembra si possa fare a meno di considerare che la supervisione sui problemi che la FinTech richiede per la stabilità finanziaria e l'ideazione di soluzioni adeguate non possano essere deferite al settore privato, che non ne possiede i mezzi e forse l'interesse.

#### **5. La selezione degli stress test per la supervisione della FinTech**

In questo contesto, se tra gli strumenti di monitoraggio si selezionano gli stress test, possono forse emergere forme intermedie di supervisione che compungano il costo della vigilanza pubblica con la (auto-) vigilanza del settore privato. Lo strumento è utilizzato e molto temuto nel settore bancario tradizionale, ma sembra poter offrire utile applicazione anche nella FinTech.

Se anche si vuole concedere che i partecipanti ai mercati finanziari tendono ad assumere decisioni strategiche basate su piani di sviluppo e piani industriali, e considerare che la capacità predittiva dei test che precedono la commercializzazione dei prodotti finanziari sia limitata rispetto a quelli che riguardano sistemi fisici, tuttavia un processo di pre-approvazione delle attività della FinTech presenta alcuni vantaggi.

Da un lato, trasferisce sull'innovatore alcuni dei costi per testare l'innovazione di finanza tecnologica; dall'altro comporta un'assunzione di responsabilità del creatore di nuova tecnologia. Da questo punto di vista il testing del prodotto presenta alcuni benefici. Non è trascurabile, infatti, il beneficio che si ricava dall'idea che l'innovatore, che dovrà spiegare o giustificare un prodotto e testare le difficoltà, possa migliorarlo rendendolo più sicuro; ovvero, riscontrato il potenziale rischio sistemico, possa addirittura abbandonare l'idea di richiederne l'approvazione.

Le conseguenze più rilevanti dall'adozione dell'attività di testing nella fase di pre-approvazione sembrano appuntarsi sia sul processo di informazione preventivo, che mette la supervisione nelle condizioni di agire precauzionalmente negando l'autorizzazione, sia, soprattutto, sulla possibilità di delineare una procedura che consenta l'identificazione della responsabilità per la commercializzazione, così da ridurre gli incentivi al moral hazard. Dal punto di vista prudenziale poi – ed è forse l'aspetto più rilevante – si ottiene una relazione predittiva degli esiti dell'accoglimento dell'introduzione della tecnologia sul piano del rischio sistemico, che consente di scoraggiarne o vietarne l'utilizzo.

#### **6. Il costo dell'attività di stress testing della FinTech. L'opportunità dell'intervento dei regolatori**

L'assunzione di forme di regolazione come quelle delineate comporta la presa d'atto di alcuni limiti che sembra opportuno provare a rappresentare.

L'onere del testing in capo agli innovatori può infatti ridurre gli incentivi all'innovazione, ovvero spostare solo su una categoria di imprese di FinTech la possibilità di assorbire il costo dell'attività. Il risultato potrebbe essere quello di scoraggiare il processo innovativo o di concentrare la regolazione in maniera oligopolistica poiché solo le imprese di maggiori dimensioni (le c.d. BigTech) potrebbero sostenere i costi connessi al testing.

La previsione di prove di stress a carico dell'impresa comporta la necessità di un intervento del regolatore sia per evitare i limiti che prove auto-condotte possono incontrare in termini di disponibilità di mezzi e di comportamenti opportunistici, sia per stabilire parametri uniformi che comportino il rispetto del level

playing field in un ambito in cui questa esigenza si avverte tanto direttamente quanto in relazione ai servizi offerti dalle imprese di FinTech alle società finanziarie tradizionali.

Un processo di pre-approvazione crea anche un dialogo tra l'industria e le autorità di regolazione, che può aiutare le stesse autorità istruendole sulle nuove tecnologie. In un mondo ideale, tale dialogo aiuterebbe a comporre una partnership meno contraddittoria e più cooperativa tra autorità e industria, in cui tutte le parti riconoscono che la stabilità finanziaria è un risultato reciprocamente vantaggioso e lavorano in cooperazione per raggiungerlo.

### **7. L'esempio dell'applicazione degli stress test ai prodotti finanziari della FinTech**

Se si applica quanto appena accennato ai prodotti finanziari (in senso lato), sebbene si possa accettare l'idea che non possono mai essere dichiarati definitivamente sicuri, si può provare a imporre che quelli della FinTech soddisfino determinati standard prima di essere messi a disposizione dei mercati. Come parte di un processo di pre-approvazione, le autorità di regolazione potrebbero richiedere che alcune funzionalità siano integrate negli algoritmi finanziari prima di essere approvate.

Per proporre una regolazione, si potrebbe inizialmente presumere che le autorità di settore debbano poter accedere al codice sorgente di un algoritmo con il fine di testarne la conformità ai requisiti normativi e pre-approvare un algoritmo finanziario: ne potrebbe tuttavia scaturire un esercizio non fruttuoso, senza contare che la richiesta di accesso ai codici provocherebbe attriti tra regolatore e industria finanziaria e, con molta probabilità, spinte centrifughe che si realizzerrebbero tramite fenomeni di regulatory arbitrage.

Per superare questo ostacolo, sembra di poter osservare che le autorità di regolazione non abbiano necessità del codice sorgente per determinarne il contenuto, le funzionalità e gli effetti di algoritmi finanziari. I primi aspetti potrebbero essere richiesti in via regolatoria. Quanto a un esame degli effetti della finanza tecnologica, per poterli adeguatamente considerare, la supervisione potrebbe eseguire test su un prodotto FinTech e verificarne la risposta. In particolare, e per esemplificare, potrebbe eseguire un algoritmo in modalità test, sottoponendolo a stress che simulino crisi finanziarie o economiche, e verificare sia la risposta dell'algoritmo finanziario al test, sia quello del contesto (simulato) finanziario ed economico.

Senza dimenticare che, in queste circostanze, nulla impedisce che la funzione della prova venga esplicata da un algoritmo.

## L'eredità della “sentenza Cattolica” nella recente giurisprudenza in materia di contratti derivati - il criterio del mark-to-market

di Sara Cerrone

Nella complessa vicenda che caratterizza il contenzioso in materia di derivati, un ruolo centrale ha assunto l'ormai nota decisione Cass., SS. UU., 12.05.2020, n. 8770 (sentenza Cattolica)<sup>1</sup>.

Qui, pronunciandosi a proposito dei contratti stipulati da una banca italiana con il Comune di Cattolica, la Suprema Corte ha affermato che affinché l'oggetto del contratto di interest rate swap (IRS) possa dirsi determinato o determinabile è necessario che esso indichi il “criterio del mark-to-market”, gli scenari probabilistici, e i cd. costi occulti, in modo che vi sia accordo tra le parti sulla misura qualitativa e quantitativa dell'alea<sup>2</sup>.

Lungi dal comporre un annoso contrasto giurisprudenziale, come auspicava l'ordinanza di rimessione, le Sezioni Unite hanno enunciato una regola (a parere di chi scrive non condivisibile), e in ogni caso dai contorni non definiti e, come tale, di difficile attuazione pratica. Infatti, sebbene molte pronunce si siano allineate all'orientamento Cattolica (in coerenza, peraltro, col disposto dell'art. 374 c.p.c.)<sup>3</sup>, varie sono state le decisioni che hanno inteso prendere le distanze da quegli enunciati, con ragionate e condivisibili argomentazioni<sup>4</sup>.

Ad oggi, le maggiori criticità nascenti dalla sentenza riguardano il “criterio del mark-to-market” e gli scenari probabilistici. Concentrandoci sul primo di tali aspetti, è utile considerare come gli enunciati della Corte siano stati recepiti nella recente giurisprudenza.

Sul “criterio del mark-to-market” le Sezioni Unite sono state parche di parole, limitandosi ad affermare che l'accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto dell'IRS deve includere il criterio del mark-to-market, ma non solo questo dato (anche i costi

impliciti e gli scenari) “poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea”.

La locuzione - accompagnata dalla precisazione “è semplicemente un numero” - lascia il dubbio che la Corte non si sia voluta realmente riferire alla modalità di calcolo del mark-to-market quanto, piuttosto, al suo ammontare al momento della stipulazione del contratto.

Nondimeno, a valle della sentenza Cattolica, alcuni Giudici hanno letto in questa regola un espresso riferimento alla necessità che l'accordo tra le parti di un contratto IRS debba investire anche la modalità di calcolo del mark-to-market<sup>5</sup>.

Le pronunce che hanno accolto questa tesi hanno ereditato la genericità dell'enunciato Cattolica, e non sembrano aver messo a fuoco in modo chiaro e univoco cosa sia (asseritamente) necessario contemplare nei contratti affinché vi sia accordo sul “criterio del mark-to-market”.

Per Trib. Pavia, 16.09.2020, n. 870, non è sufficiente fare richiamo alle rilevazioni periodiche del tasso di riferimento, ma occorre che sia specificato il criterio di calcolo per l'attualizzazione del valore prognostico; in mancanza di quest'ultimo, il mark-to-market è quantificabile in termini differenti a seconda della formula di calcolo impiegata (analogamente, Trib. Milano, 23.09.2021, n. 7661, C. App. Milano, 18.11.2021, n. 3382, C. App. Milano, n. 3939/2022 e C. App. Milano, n. 1224/2023).

Un ragionamento più esteso viene svolto in Cass. Sez. I Civ., 29.07.2021, n. 21830, in cui il Collegio osserva che il mark-to-market necessita di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso

1 Si ringrazia la dott. Federica Martone per il contributo nella redazione della presente nota. In [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). La Sentenza ha un contenuto assai più ampio, vertendo anche su aspetti di diritto amministrativo (legati alla capacità e ai poteri degli enti locali di stipulare contratti IRS), ma sono gli enunciati di civilistici ad aver destato le maggiori perplessità, e vi è chi ne ha evidenziato gli effetti “potenzialmente catastrofici”, forieri di un contenzioso seriale nocivo per il mercato finanziario (A. Perrone, “La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura” su [Isole24ore.com](http://Isole24ore.com) 24.05.2020; M. Anolli, A. Perrone “La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare.” in *Rivista di Diritto Bancario*, luglio/settembre 2020).

2 La tesi non è nuova. La Corte di Cassazione ha ripreso una ricostruzione avanzata da C. App. Milano, 18.09.2013, n. 3459 (sentenza cd. Raineri, richiamata peraltro incidenter tantum, nella decisione di appello poi sfociata nella Sentenza Cattolica).

3 Cass. civ. Sez. I, n. 21830/2021; Cass. Civ. Sez. I, n. 24014/2021; Cass. civ. Sez. I, n. 24654/202; Cass. civ. Sez. I, n. 32705/2022; Trib. Milano, 13.10.2020, n. 6204; C. App. Venezia, n. 2140/2021; C. App. Milano, 18.11.2021, n. 3382; Trib. Milano, n. 7661/2021; C. App. Milano, 14.12.2022, n. 3939; Trib. Milano, 31.01.2023, n. 778; C. App. Milano, 18.07.2023, n. 2352.

4 Tra le altre, ACF, 13.10.2020, n. 2973; ACF, 16.06.2020, n. 2678; Trib. Venezia, 15.04.2020, n. 674; C. App. Milano, 28.07.2020 / 25.06.2020, n. 2003; Trib. Milano, 14.10.2020, n. 6224; Trib. Milano, 22.03.2021, n. 2399; Trib. Bergamo, 20.10.2021, n. 1816; Trib. Torino, 16.02.2022, n. 673; C. App. Venezia, 31.05.2022, n. 1256; Trib. Reggio Emilia, 23.02.2023, n. 227; Trib. Milano, 4.03.2023, n. 1717.

a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto in base allo scenario corrente al momento del calcolo. Dunque, secondo la Corte "è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente [...] in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro".

Trib. Milano, 31.01.2023, n. 778 si è soffermata sulla necessità di indicare anche il provider di riferimento per le rilevazioni. Il Giudice ha condiviso il rilievo della convenuta circa il fatto che l'attrice fosse riuscita a calcolare esattamente il mark-to-market attraverso Bloomberg; tuttavia, aveva evidenziato che si era trattato, nel caso di specie, di un'autonoma scelta che aveva determinato una coincidenza numerica fortuita, in quanto il riferimento a Bloomberg non era contenuto nel contratto (come invece avrebbe dovuto).

Secondo le tesi richiamate, sembrerebbe, dunque, che il "criterio del mark-to-market" possa dirsi esplicitato nel contratto ogniqualvolta siano presenti, in aggiunta ai dati contrattuali necessari ai fini del calcolo (tasso di interesse, nozionale, ecc), la metodologia impiegata per l'attualizzazione dei flussi attesi e la piattaforma che la Banca consulta per le rilevazioni (Reuters, Bloomberg e altre analoghe).

Sta di fatto, in ogni caso, che non poche pronunce si sono (condivisibilmente) discostate dall'approccio delle Sezioni Unite<sup>6</sup>.

Trib. Milano n. 6224/2020 ha evidenziato che, al di là del fatto che il criterio di determinazione del mark-to-market non costituisce elemento essenziale del contratto, anche sotto il diverso profilo informativo, non vi è un riferimento normativo/regolamentare che ne prescrive l'indicazione. Il Tribunale cita l'articolo

203 del Testo Unico Finanziario: la norma disciplina la sorte dei contratti derivati pendenti in caso di avvio di procedure concorsuali e ne prevede lo scioglimento "sulla base del relativo costo di sostituzione, calcolato secondo i valori di mercato disponibili alla data di dichiarazione del fallimento". Per il Giudice la presenza di questa norma nell'ordinamento conferma che nemmeno il Legislatore ha inteso fare riferimento a un criterio di calcolo.

In diversa prospettiva, ma sempre in contrapposizione con Cattolica, C. App. Milano 2003/2020 ha affermato che: (i) alcuni elementi necessari al calcolo sono contenuti nel contratto (date di pagamento, capitale di riferimento, tasso fisso, regola di computo degli interessi); mentre (ii) altri non sono indicati (la curva dei fattori di sconto, impiegata per l'attualizzazione dei flussi monetari futuri attesi e per il calcolo dei tassi forward) ma sono pubblicamente disponibili per mezzo di applicativi, quali Bloomberg; (iii) inoltre, il modello per effettuare la valutazione è standard, cioè l'unico di uso comune per la valutazione degli interest rate swap plain vanilla non essendovi quindi alcuna necessità di un suo richiamo nel contratto.

Trib. Torino n. 673/2021 ha poi illustrato che i modelli di calcolo del mark-to-market non rilevano né come elementi essenziali del contratto né come elementi informativi nell'ambito della prestazione del servizio d'investimento. Non è un caso che la CONSOB, mentre ha raccomandato (Comunicazione 2.3.2009) agli intermediari, ai fini della trasparenza contrattuale, di "effettuare la scomposizione (c.d. unbundling) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente [...], non ha invece richiesto di "condividere" con la clientela il modello di pricing". Inoltre, secondo il Giudice, per quanto riguarda i contratti IRS plain vanilla come quello oggetto di causa esiste un metodo di pricing universalmente utilizzato ed accettato, comunemente definito "discounted cash flow method" - una metodologia accessibile da qualunque professionista del settore.

<sup>5</sup> Forse perché il tema era stato affrontato anche nella citata sentenza Raineri, nota ai Giudici della sentenza Cattolica (nota n. 2), e in cui si accennava a "un criterio (modello matematico di pricing) condiviso ex ante dall'intermediario e dal cliente". Così anche Trib. Milano, n. 14622/2015 e Trib. Milano, n. 2807/2018. Contra, Trib. Parma, n. 582/2017; Trib. Genova, 30.11.2015; Trib. Milano, 19.04.2011; Lodo Arb. Bologna, 10.02.2017; Coll. Arb. Milano, 23.09.2015; Coll. Arb. Milano, 10.02.2015.

<sup>6</sup> Si veda nota n. 4.

In Trib. Roma, 22.09.2022, n. 13784, il Giudice ha evidenziato che la regola di giudizio formulata dalla giurisprudenza di legittimità deve restringersi nel campo applicativo ai derivati non standardizzati. Nel caso di specie, sebbene nel contratto non fossero indicati taluni dati di mercato necessari al calcolo, tali dati erano però pubblicamente disponibili sulle principali piattaforme finanziarie (quali Bloomberg, Reuters o altre minori) di universale utilizzo e accettazione e che costituiscono lo standard per la negoziazione dei prezzi delle transazioni finanziarie internazionali attinenti a tali contratti. Secondo il Giudice “pertanto, da un lato, i dati necessari per la determinazione del valore del mark-to-market sono reperibili con gli applicativi pubblicamente disponibili, dall’altro lato, il modello per effettuare la valutazione concreta di tale istituto è standard, cioè l’unico di uso comune per la valutazione degli strumenti finanziari, oggetto di causa (cioè, interest rate swap del tipo plain vanilla) [...]” (In senso analogo C. App. Milano, n. 2353/2023).

Queste pronunce, dunque, illustrano che il contratto contiene già tutti gli elementi essenziali al calcolo e che, in definitiva, “l’elemento del mark-to-market risulta pienamente determinabile in via oggettiva”.

Tirando le somme, dunque, la regola iuris delle Sezioni Unite si è rivelata troppo generica, di difficile attuazione, con l’ulteriore conseguenza di non essere uniformemente seguita. Non solo vi è chi se ne discosta integralmente, ma anche le decisioni conformi non sono allineate nei contenuti, alimentando incertezza nel mercato finanziario.

Cosa fare nell’attesa di un auspicabile revirement della Corte di Cassazione?

Uno spunto tra tanti viene dall’esperienza. L’esperienza ci ricorda le vicende processuali occorse nei primi anni dell’esplosione del contenzioso sui derivati, in particolare, quelle relative ai contratti del Comune di Milano, da un lato e della Provincia di Pisa dall’altro, in cui la questione controversa ruotava attorno al convincimento (errato) che il mark-to-market di un’o-

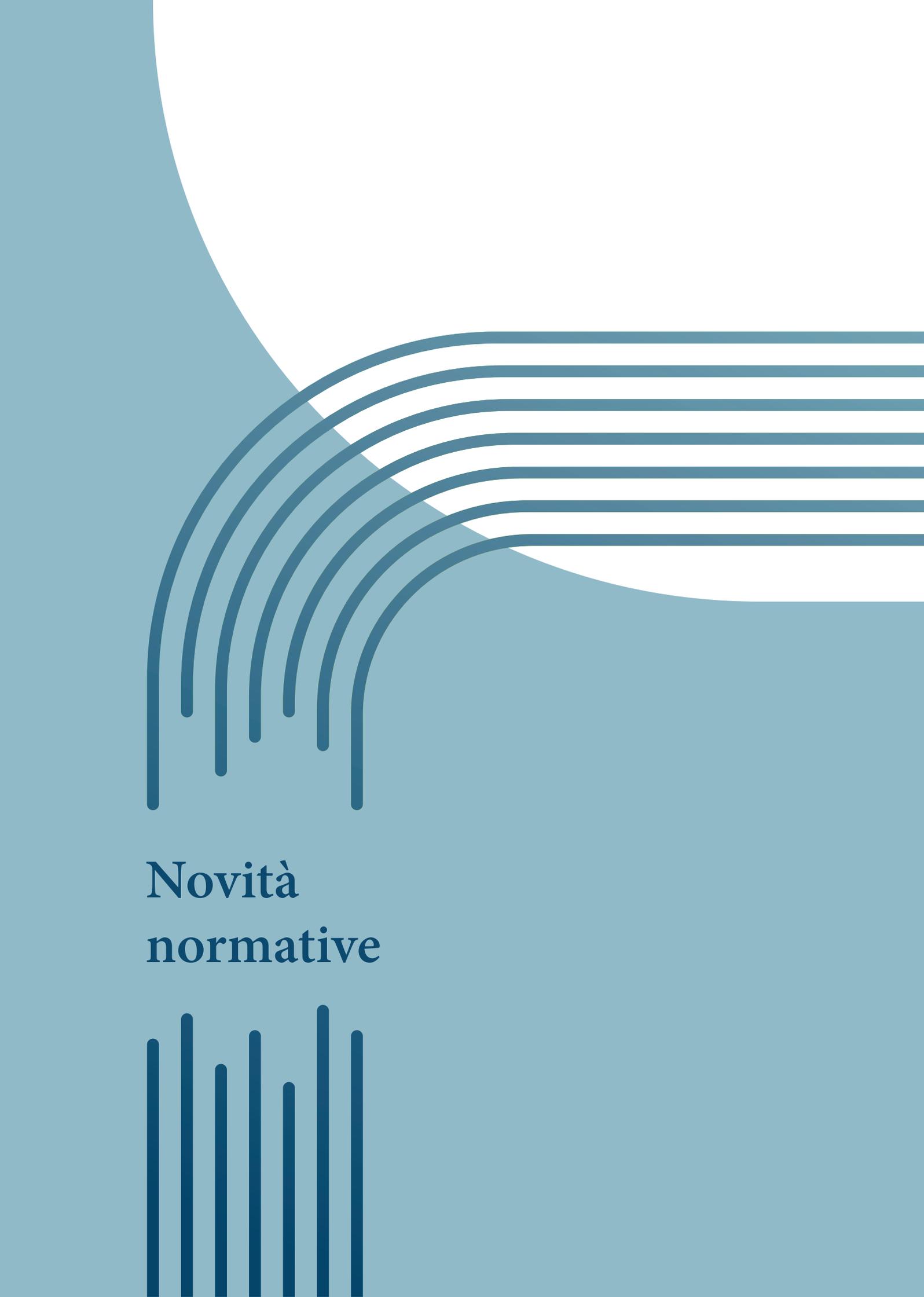
perazione in derivati tra un intermediario e un cliente dovesse essere pari a zero alla stipula, e ove così non fosse, l’operazione celava costi “occulti” artatamente caricati dall’intermediario ai danni del cliente.

Questi casi hanno in comune con la vicenda Cattolica la non percorribilità delle tesi avanzate sotto il profilo economico finanziario (prima ancora che giuridico) e sono stati superati con successo anche grazie al supporto di consulenze tecniche sofisticate ma al contempo semplici alla comprensione, in cui economisti del calibro dei Proff. Roberto Angeletti (CTU nel procedimento amministrativo Pisa) e John Hull (intervenuto nel processo penale relativo ai derivati del Comune di Milano) hanno saputo ben illustrare ai colleghi giudicanti che uno swap tra intermediario finanziario e cliente finale non può avere un mark-to-market pari a zero al tempo della sottoscrizione del contratto<sup>7</sup>.

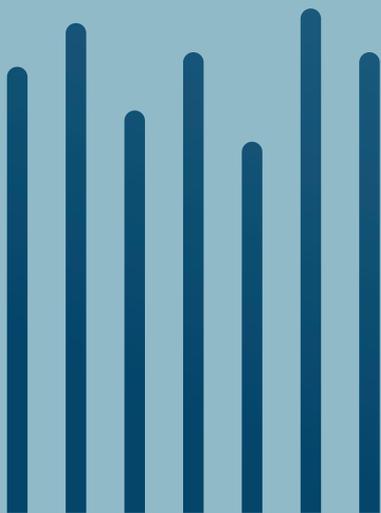
In tale ottica, un possibile revirement potrebbe prospettarsi ove la Suprema Corte si persuadesse che il mark-to-market (e il suo criterio), i costi impliciti e gli scenari di probabilità - oltre a non costituire l’oggetto dell’IRS, e a non integrarne lo schema causale, sotto il profilo giuridico - non possono nemmeno offrire “la misura quantitativa e qualitativa dell’alea” in quanto il mark-to-market è solo una “fotografia” del valore di mercato del contratto, privo di valenza prognostica.

Anche i costi impliciti nulla hanno a che vedere con l’alea contrattuale mentre gli scenari sono stati definitivamente considerati dalle autorità regolamentari, specie per le loro caratteristiche di neutralità al rischio, indicatori fuorvianti.

<sup>7</sup> Cons. Stato, 27.11.2012, n. 5962 (Pisa) e C. App. pen. Milano, 3.06.2014, n. 1937.



Novità  
normative





# Il nuovo regolamento UE sui green bond: un raro (e virtuoso) esempio di regolazione light-touch da parte del legislatore europeo

di Sergio Gilotta

1. Il 22 novembre 2023 il legislatore europeo ha adottato il Regolamento (UE) 2023/2631 che disciplina i “green bond”. I green bond sono obbligazioni – dunque strumenti per la raccolta di capitale di debito – la cui principale caratteristica è rappresentata dal fatto che i proventi dell’emissione vengono destinati al finanziamento di progetti a attività “verdi”, ossia sostenibili sul piano ambientale. Il mercato dei green bond è relativamente recente (quello che è comunemente considerato il primo green bond, il Climate Awareness Bond della Banca europea per gli investimenti, è stato emesso nel 2007), ma ha conosciuto una crescita impetuosa e ha oggi raggiunto la ragguardevole dimensione di più di due trilioni di dollari (<https://www.statista.com/topics/9217/green-bonds-market-worldwide/#topicOverview>). Con il regolamento appena menzionato (d’ora innanzi, per semplicità, “il Regolamento”), il legislatore europeo istituisce una sorta di gold standard opzionale riservato agli emittenti e agli investitori che intendano rispettivamente finanziarsi o investire attraverso green bond della più elevata qualità.

Il Regolamento – che ha avuto una gestazione non breve (la proposta della Commissione europea è del 6 luglio 2021) e a tratti incerta – rappresenta un importante tassello del Piano d’azione per la finanza sostenibile della Commissione europea. Obiettivo delle nuove regole è promuovere lo sviluppo del mercato dei green bond e favorirne il buon funzionamento, attraverso uno strumento regolamentare che fornisca agli operatori di mercato un quadro certo circa le attività che possono essere finanziate attraverso i green bond e che contrasti in parallelo i rischi di greenwashing. L’idea alla base dell’iniziativa – inespresa ma evidente – è che gli attuali standard privati che regolano il mercato, elaborati da organizzazioni internazionali espressione degli operatori (come l’International Capital Markets Association, autrice di un insieme di linee-guida, i Green Bond Principles, ampiamente utilizzati nella prassi) siano insufficienti a garantire il raggiungimento di tali risultati. Il legislatore europeo lamenta infatti le difficoltà e i costi per gli investitori per quel che concerne la concreta determinazione dell’impatto ambientale delle emissioni obbligatorie e la comparazione delle diverse emissioni, nonché la mancanza di una definizione generale di attività sostenibile sul piano ambientale, elemento che è fonte di

incertezza e che crea rischi reputazionali per gli emittenti (così la Relazione alla Proposta di Regolamento della Commissione europea, 6 luglio 2021).

2. Come si è accennato, il Regolamento istituisce uno standard opzionale per l’emissione dei green bond. Gli emittenti che intendano utilizzare la speciale dicitura “European Green Bond” (“EuGB”) per le proprie emissioni obbligazionarie verdi devono rispettare le condizioni e i requisiti previsti dal Regolamento.

Un primo importante requisito per ottenere l’appena menzionata denominazione concerne la destinazione dei proventi dell’emissione (use of proceed). È stabilito che prima della scadenza dell’emissione almeno l’85% di tali proventi debba essere stato assegnato a progetti e attività sostenibili sul piano ambientale allineate al Regolamento tassonomia. Più esattamente, essi devono risultare conformi ai relativi criteri di vaglio tecnico (technical screening criteria), finalizzati a stabilire se l’attività può effettivamente considerarsi sostenibile. Il rimanente 15% può essere assegnato ad attività per le quali manchino specifici criteri di vaglio tecnico, ma che comunque rispettino le altre prescrizioni del Regolamento tassonomia.

In secondo luogo, è previsto che l’emittente fornisca al mercato un insieme di informazioni sulla progettata destinazione dei proventi e sulla loro effettiva allocazione. Più nello specifico, prima dell’emissione è richiesta la pubblicazione di un documento informativo (il pre-issuance factsheet) che indichi quali attività e progetti l’emittente intenda finanziare con i proventi dell’emissione e come ci si attende che il bond contribuisca alla complessiva strategia ambientale di quest’ultimo; informazione importante per verificare la coerenza dell’emissione con quella strategia e dunque – indirettamente – la credibilità degli impegni ambientali dell’emittente. L’emittente deve poi fornire al mercato un resoconto annuale che dia conto dell’effettiva allocazione dei fondi (“allocation report”) e, a conclusione dell’operazione (ossia dopo l’effettiva allocazione di tutti i proventi dell’emissione), un rapporto finale che descriva l’impatto (positivo o negativo) dei progetti finanziati attraverso l’emissione (“impact report”). A ulteriore rafforzamento della trasparenza dell’operazione, il regolamento chiarisce altresì che l’emissione deve essere accompagnata da un prospet-

to informativo redatto secondo le disposizioni del Regolamento prospetto.

Sono poi previsti obblighi di verifica e certificazione dell'informazione. Più nello specifico, il Regolamento stabilisce che il documento informativo iniziale e l'ultimo allocation report siano assoggettati al controllo di un revisore esterno (external reviewer) registrato presso l'ESMA e sottoposto alla vigilanza e ai poteri sanzionatori della stessa. Le relazioni prodotte dal revisore sono poi pubblicate a cura dell'emittente e dello stesso revisore.

Il regolamento detta anche una dettagliata disciplina dei requisiti che il revisore deve possedere per ottenere la registrazione presso l'ESMA ed essere così autorizzato ad operare quale certificatore degli EuGB.

A questo proposito, le norme europee impongono il possesso di requisiti di onorabilità, competenza ed esperienza in capo agli esponenti aziendali dell'ente revisore, un organigramma adeguato allo svolgimento dell'attività, l'adozione di regole organizzative interne finalizzate, fra le altre cose, a garantire la corretta gestione e la minimizzazione dei rischi derivanti dai conflitti di interesse (conflitti di interesse che sono peraltro soggetti a specifici obblighi di disclosure).

Infine, il regolamento prevede una serie di requisiti di trasparenza opzionali per chi emette obbligazioni sostenibili sul piano ambientale (ossia, in buona sostanza, green bond per i quali non ci si avvale della speciale denominazione EuGB) e sustainability-linked bonds, ossia obbligazioni le cui caratteristiche strutturali o finanziarie (come ad esempio, e tipicamente, i rendimenti) variano in relazione al raggiungimento (o mancato raggiungimento) di determinati parametri di sostenibilità da parte dell'emittente.

**3.** L'elemento forse maggiormente qualificante del recente intervento del legislatore europeo è il suo carattere totalmente opzionale. Il regolamento non impone nulla a chi emette green bond sul mercato europeo, limitandosi a offrire agli emittenti la possibilità di adottare, a condizione del rispetto degli speciali requisiti da esso previsti, la speciale etichetta "European Green Bond".

Questo approccio regolamentare light-touch appare particolarmente appropriato e potrebbe fungere da modello di regolazione in altre aree della finanza sostenibile, dove invece l'approccio prescelto tende ad essere più invasivo. Esso ha il vantaggio di stimolare la competizione nel mercato degli standard – con l'indiretto effetto di favorire l'ulteriore sviluppo del mercato dei green bond – senza introdurre in esso elementi di rigidità, ma al contrario garantendo la più ampia flessibilità, preservando la libertà di scelta del

singolo emittente, che può continuare ad affidarsi agli standard privati (ed anche scegliere di non conformarsi ad alcuno standard).

Un ulteriore punto di forza delle nuove regole concerne la disciplina del revisore. Com'è intuitivo, il suo ruolo è fondamentale nel garantire l'effettiva osservanza delle disposizioni del Regolamento e con essa l'effettivo carattere "verde" dell'emissione. Il revisore, tuttavia, soffre di evidenti problemi di conflitto di interesse, legati al suo particolare modello di business, caratterizzato dal fatto che è l'emittente (e quindi il soggetto controllato) a pagare per il servizio, cosa che genera un ovvio incentivo ad essere "indulgente" nei confronti di quest'ultimo (problema peraltro comune ad altri tipi di intermediari incaricati di servizi di certificazione dell'informazione, come le società di revisione legale dei conti e le agenzie di rating). L'obbligo di registrazione presso l'ESMA e la sottoposizione ai poteri di controllo di quest'ultima potrebbe mitigare questi problemi, garantendo una maggiore autonomia e imparzialità del revisore e dunque una maggiore affidabilità delle relative certificazioni. Si noti che gli standard privati non possono riprodurre un simile meccanismo, non avendo essi il potere di incidere sui poteri e i compiti delle autorità di vigilanza pubbliche (quello che le organizzazioni private possono fare – e frequentemente fanno – è effettuare loro stesse il controllo sui revisori: è il caso di Climate Bonds Initiative, altro importante standard setter privato, che ha uno specifico programma per l'approvazione dei revisori). L'incapacità degli standard privati di imporre il controllo pubblico sui revisori attribuisce allo standard pubblico europeo un vantaggio competitivo sui suoi rivali privati.

**4.** Rimangono comunque alcuni problemi irrisolti. Un recente studio empirico (Curtis, Weidemaier, Gulati, Green Bonds, Empty Promises, 2023, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4350209>) indica che i regolamenti contrattuali che governano l'emissione dei green bond sono spesso costruiti in modo da privare la clausola di destinazione dei proventi (use of proceeds clause) di qualsiasi valore vincolante. Questa è frequentemente formulata in termini vaghi o usando un linguaggio "non promissorio" finalizzato a non impegnare giuridicamente la società emittente all'effettivo finanziamento dei progetti verdi per i quali l'obbligazione è stata emessa. Gli autori dello studio correttamente sottolineano come tutto ciò sottragga credibilità all'intera operazione. Va osservato, tuttavia, che la volontà dell'emittente di non attribuire carattere vincolante all'impegno assunto circa la destinazione dei fondi non rappresenta necessariamente una forma

di greenwashing. I propositi ambientali dell'emittente possono essere sinceri, ma questi può ritenere preferibile, nell'interesse finanziario dei propri azionisti ma anche, indirettamente, dei propri bondholder, non vincolarsi alla realizzazione di investimenti che possano successivamente rivelarsi errati (ad esempio in ragione di sopravvenuti mutamenti tecnologici: si pensi all'impresa che decide di finanziare con un green bond l'adozione di una data tecnologia verde che si rivela successivamente superata).

Non è del tutto chiaro, allo stato, se un green bond il cui regolamento contrattuale sottragga espressamente qualsiasi valore giuridico alla clausola sull'utilizzo dei proventi possa beneficiare della dicitura "European Green Bond". Il complessivo tenore delle regole che disciplinano l'allocazione dei fondi sembrerebbe escluderlo. Al tempo stesso, tuttavia, il regolamento non disciplina le conseguenze civilistiche dell'eventuale inadempimento dell'emittente (ossia dell'eventuale mancato utilizzo dei fondi per i progetti verdi per i quali il bond era stato emesso), rimettendone la disciplina ai singoli ordinamenti nazionali.

Può essere interessante soffermarsi brevemente su quest'ultimo aspetto. In applicazione dei principi italiani di diritto dei contratti (e assumendo naturalmente che il regolamento contrattuale non abbia espressamente qualificato come non vincolante la clausola

di destinazione dei proventi), può ipotizzarsi il diritto al risarcimento del danno in capo ai sottoscrittori del bond, risarcimento che risulterebbe tuttavia limitato al solo pregiudizio patrimoniale eventualmente subito dall'obbligazionista (pregiudizio che coincide con il premio eventualmente pagato per l'acquisto dell'obbligazione verde in luogo di altro bond non sostenibile con le medesime caratteristiche di rischio e rendimento), nonché la risoluzione del contratto, qualora, com'è ben possibile, l'inadempimento della "promessa verde" dell'emittente risulti di non "scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse [della controparte]" (così il disposto dell'art. 1455 c.c., in materia di risoluzione del contratto per inadempimento).

Naturalmente, poi, nulla impedisce alle parti di regolare contrattualmente le conseguenze di tale inadempimento, ad esempio stabilendo una penale per il mancato rispetto degli impegni circa l'allocazione dei fondi (e dunque quantificando ex ante l'entità del risarcimento), ovvero qualificando tale inadempimento come vero e proprio default event che determina l'obbligo di immediata restituzione del capitale e pagamento degli interessi ancora dovuti. Com'è evidente, più elevata sarà la "sanzione" prevista, più credibile risulterà l'impegno dell'emittente circa la destinazione "verde" dei proventi dell'emissione.

# La pubblicazione degli standard ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità

di Federica Agostini

## 1. Introduzione

L'imminente avvio della conferenza sul clima COP28 riporta alla memoria l'entusiasmo, all'indomani della COP26 di Glasgow nel 2020, in seguito al consenso raggiunto sulla necessità di elaborare standard globali per la rendicontazione in materia di sostenibilità. La contestuale istituzione del comitato internazionale per gli standard di sostenibilità (ISSB) segnò il primo passo verso un'intensa fase di lavori preparatori, culminata con l'introduzione dei primi due standard lo scorso giugno 2023. La pubblicazione degli stessi testimonia l'urgente esigenza delle imprese di rendere conto degli impatti ambientali e sociali delle proprie attività economiche, nonché la rilevanza delle questioni di sostenibilità ai fini delle decisioni di investimento.

Al contempo, l'introduzione degli standard ha dato luogo a reazioni contrastanti tra gli operatori del mercato e la dottrina: salutati con favore da alcuni, che li hanno considerati una svolta nel dibattito ESG, hanno anche suscitato le perplessità di altri, critici nei confronti del loro ambito troppo ristretto e dell'inadeguatezza a modificare le pratiche tradizionali di rendicontazione. Il presente contributo riassume l'iter di adozione degli standard ISSB, soffermandosi sui profili applicativi e fornendo altresì una panoramica di principi chiave, questioni aperte e criticità.

## 2. Genesi e finalità

Il comitato internazionale per gli standard di sostenibilità (ISSB) è composto da 14 membri, nominati in forza della loro competenza professionale e pratica, nel rispetto della diversità geografica. Costituisce parte integrante dell'organizzazione promotrice dei principi contabili internazionali, l'International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS). Tale affiliazione è di particolare rilievo poiché sottende all'intento di legare la rendicontazione in materia di sostenibilità a quella tradizionale finanziaria. Gli standard mirano a rafforzare la trasparenza riguardo all'impatto delle imprese sull'ambiente e la società, nonché ad armonizzare le pratiche di rendicontazione a livello globale, al fine di assicurare una maggiore comparabilità dei report. Un quadro di riferimento comune dovrebbe anche prevenire le pratiche di greenwashing. Infine, gli standard dovrebbero costituire un punto di riferimento per organi nazionali che intendono introdurre una propria disciplina in materia.

Dall'attività del comitato ISSB è dapprima emerso un "Exposure draft" dei primi due standard, oggetto di consultazione tra marzo e luglio 2022. La versione finale, che include IFRS S1 sui requisiti generali per l'informativa finanziaria di sostenibilità e IFRS S2 circa l'informativa sul clima, è stata pubblicata il 26 giugno 2023. Al contempo, sono in corso discussioni sulle ulteriori priorità di lavoro di ISSB per i due anni rimanenti di mandato, compresa la possibilità di sviluppare standard ad hoc su biodiversità, diritti umani e capitale umano.

## 3. Applicazione degli standard

In quanto strumento internazionale, gli standard hanno di per sé portata non prescrittiva (di "soft law"). Tuttavia, in linea con l'approccio caratterizzante IFRS, i legislatori e organi di regolamentazione avranno piena discrezionalità nel determinarne l'obbligatorietà a livello locale e nazionale. Tra gli stati che hanno già dichiarato l'intenzione di aderire ad ISSB si annoverano Australia, Brasile, Nigeria e Regno Unito. Come verrà discusso in seguito, il legislatore comunitario, pur avendo avviato iniziative parallele, ha dichiarato l'intenzione di garantire un elevato livello di coordinamento con i principi ISSB. Un ulteriore fattore che faciliterà la circolazione degli standard sarà il supporto da parte di IOSCO, che ha recentemente esortato i suoi 130 stati membri a considerare la trasposizione degli standard a livello locale per favorire la comparabilità e la coerenza tra i report. Gli standard hanno inoltre ricevuto sin dagli albori dei lavori preparatori il supporto da parte dei leader del G20.

Per entrambi gli standard è prevista l'applicazione per i periodi amministrativi a partire dal 1° gennaio 2024. È tuttavia possibile anche un'implementazione graduale per le entità che intendano iniziare fornendo esclusivamente un'informativa su questioni climatiche per il primo anno ("climate first"). Questa opzione dovrebbe facilitare coloro che già pubblicavano informazioni su questioni climatiche in conformità alle preesistenti raccomandazioni della Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) discussa di seguito.

## 4. Cenni sugli standard

Nella sostanza e nella struttura, gli standard ISSB si rifanno alle preesistenti raccomandazioni della

Taskforce TCFD, che dal 2017 consentivano a società e operatori dei mercati finanziari di comunicare i propri processi e le proprie strategie per affrontare i rischi climatici. In linea con le raccomandazioni TCFD, le entità che renderanno ai sensi di ISSB dovranno fornire informazioni su quattro temi principali, ossia governance, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi, contestualmente alla presentazione del bilancio. Tuttavia, il focus sulle questioni di sostenibilità in senso più lato (caratterizzante l'IFRS S1), nonché sulle opportunità oltre che sui rischi, estendono l'ambito applicativo e la portata degli standard ISSB oltre i preesistenti TCFD. La formulazione più prescrittiva li renderebbe inoltre più idonei alla trasposizione a livello nazionale. Il Financial Stability Board, promotore delle più risalenti raccomandazioni, ha infatti chiarito recentemente che gli standard rappresenterebbero di fatto "il coronamento" del lavoro precedente di TCFD, annunciando di voler passare il testimone al comitato ISSB in toto a partire dal 2024.

Le varie disposizioni degli standard sono caratterizzate da un certo livello di granularità e sono improntate a garantire la chiarezza e veridicità delle informazioni presentate ("fair presentation"). Richiederebbero valutazioni di breve, medio e lungo termine. È altresì interessante notare l'enfasi, sia in IFRS S1 che in IFRS S2, su come rischi e opportunità legati alla sostenibilità influiscano su governance e strategie aziendali, inclusi presidi societari, modello di business, politiche, obiettivi, e piani d'azione. Benché alcuni di questi aspetti fossero già integrati nelle raccomandazioni TCFD, dati empirici indicavano che le società aderenti raramente divulgassero queste informazioni.

Emerge l'intento di collegare le questioni climatiche alla strategia aziendale anche dal riferimento alla necessità di divulgare i "piani di transizione", che alcune società già pubblicano al fine di comunicare il proprio programma di breve e lungo termine per raggiungere la neutralità delle emissioni ("net zero"). La formulazione di tale disposizione è tuttavia ambigua: sembrerebbe rinviare alla mera possibilità di menzionare un piano di transizione nel report, solo ove già disponibile, senza richiedere che le imprese ne formulino uno ai fini dell'adesione allo Standard. Di conseguenza, la disposizione sembrerebbe insufficiente a incoraggiare una maggiore circolazione di una già invalsa prassi.

Un altro profilo innovativo sarebbe la maggiore attenzione all'impatto delle questioni di sostenibilità e climatiche sull'intera catena di valore. Da ciò conseguirebbe anche la necessità di pubblicare informazioni sulle emissioni indirette ("scope 3"): nel caso di banche, imprese assicurative e asset managers, esse

coprirebbero anche le emissioni derivate da attività di finanziamento o di investimento.

## 5. Questioni aperte e sfide applicative

Stante la non precettività degli standard, una delle principali sfide sarà l'ampia adozione degli stessi. Per quanto molte nazioni abbiano già espresso la volontà di renderli obbligatori e ISSB abbia recentemente annunciato l'intenzione di aumentare la propria presenza nei paesi in via di sviluppo, non è chiara l'appetibilità degli Standard per le società operanti nelle giurisdizioni che non li imporranno. Conformarsi agli standard comporterà costi che potrebbero rivelarsi sproporzionati per le PMI. A sollevare ulteriori perplessità è stata anche una recente lettera aperta da parte di ISSB a molte organizzazioni, società e investitori, con la quale avrebbe richiesto di aderire agli standard in occasione della prossima conferenza sul clima COP28. Secondo alcuni commentatori, la lettera sembrerebbe derivare dal timore che gli standard non riescano altrimenti ad affermarsi come best practice.

Rimane anche aperto il nodo del coordinamento con parallele iniziative internazionali e europee (quello che nel dibattito antecedente la pubblicazione degli standard è stato definito un problema di "interoperabilità"). Nel caso delle imprese europee, gli ISSB coesisteranno con gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS) recentemente sviluppati dallo European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), approvati nel luglio 2023 e parimenti in vigore a partire dall'anno finanziario 2024. Essi saranno peraltro obbligatori anche per imprese di paesi terzi con sostanziale attività in UE, misurata sulla base di una soglia di fatturato. La contestuale adesione a entrambi gli standard ISSB e ESRS potrebbe essere difficoltosa a fronte del più ampio spettro degli ultimi, che comprendono l'intero spettro delle questioni ESG, con l'inclusione di regole ad hoc per questioni sociali, di biodiversità e di governance, a latere di quelle ambientali. La commissione autrice degli standard europei ha rilevato in una relazione dello scorso settembre alcune divergenze anche sulle questioni climatiche per quanto concerne la rendicontazione delle emissioni "Indirette" (scope 3 emissions) e la misurazione dei target di emissione. Ciò nonostante, ha evidenziato l'"alto livello di interoperabilità" degli standard europei, che consentirebbero alle società di aggiungere ulteriori informazioni nei loro report al fine di ottemperare ad altri standard internazionali, inclusi gli ISSB. La commissione avrebbe inoltre promesso di risolvere i dilemmi circa l'applicazione congiunta degli standard mediante la prossima pubblicazione di linee guida, che dovrebbero porre

l'enfasi sui casi di informazioni incremental, richieste solo da uno dei set di standard.

Inoltre, una delle questioni più controverse in sede applicativa attiene al concetto e alla valutazione di "materialità": per esempio, ai sensi dello standard IFRS S1, un'entità dovrà divulgare informazioni su tutti i rischi e le opportunità legati a questioni di sostenibilità quando siano "materiali". In altre parole, le società dovrebbero concentrarsi su ciò che potrebbe direttamente influenzare il comportamento degli investitori in virtù del potenziale impatto sui flussi di cassa, sull'accesso al finanziamento o sul costo del capitale nel breve, medio e lungo periodo. Tale focus sembrerebbe richiamare il concetto tradizionale di rilevanza o materialità nella rendicontazione, invitando i soggetti aderenti a limitarsi alle informazioni finanziariamente rilevanti ("singola materialità"), che sarebbero di diretta fruizione degli utilizzatori del bilancio economico finanziario.

Tale giudizio di materialità rappresenta altresì uno dei principali punti di divergenza rispetto agli standard EFRAG, che per contro si fondano su una valutazione di materialità "doppia", volta a coniugare profili finanziari con profili di impatto. Lo scrutinio delle informazioni "rilevanti" dovrebbe risentire del punto di vista e delle aspettative dei destinatari delle informazioni, che non sarebbero solo investitori, creditori e partner commerciali, ma anche società civile, organizzazioni non governative e parti sociali. All'ampliamento del novero dei soggetti portatori di interessi corrispondere l'onere di garantire un maggiore coinvolgimento degli stessi nella redazione del report.

Il principio di "doppia materialità" non è stato esente da critiche, alcune delle quali ne evidenziano l'ambiguità, l'antinomia con i tradizionali principi di rendicontazione e la scarsa utilità per i mercati finanziari, con conseguenti costi ulteriori non necessari. A cercare di porre fine alla diatriba è stato il capo di ISSB, Emmanuel Faber, che in recenti dichiarazioni ha sottolineato il carattere "semplicistico" e "illusorio" della materialità "doppia": essa introdurrebbe maggiore complessità ma sarebbe insufficiente a riorientare il capitale privato al ritmo imposto dalla crisi climatica. Secondo Faber, non sarebbe necessaria una revisione effimera dei principi tradizionali di rendicontazione, da sempre efficaci, bensì un intervento politico.

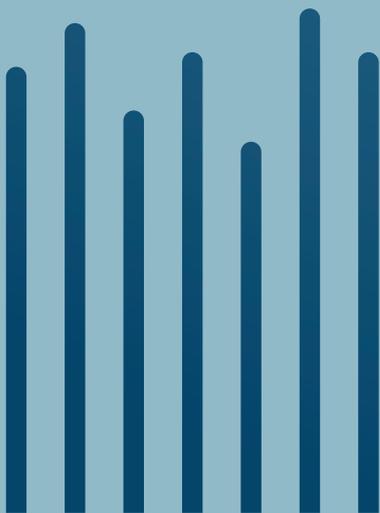
Nonostante le persistenti ambiguità dell'approccio europeo, il rischio principale emergente dal principio di "singola materialità" dei principi ISSB è quello di fornire un'immagine distorta del reale impatto delle imprese sull'ambiente, le questioni sociali e di governance. Le entità che dimostrino di attuare strategie interne di gestione e mitigazione dei rischi, ad esempio nominando un comitato ad hoc, rischiano di risultare virtuose nella loro informativa di sostenibilità, anche qualora operino in settori altamente inquinanti. Le potenziali pratiche di 'greenwashing' potrebbero incidere anche sulle decisioni di investimento, vanificando l'intento alla base dell'adozione degli standard stessi. Infine, nonostante l'ampio lavoro di consultazione alla base della formulazione degli standard, permangono molteplici questioni interpretative. In alcuni casi gli standard sembrerebbero lasciare spazio a pericolose esenzioni, consentendo alle imprese di focalizzarsi sulle informazioni che possono ottenere "senza costi o sforzi eccessivi". Nei rimanenti due anni di mandato, ISSB ha promesso di continuare a lavorare a linee guida che agevolino l'adozione degli standard, mitigando i costi e mettendo a tacere i dubbi persistenti.

## 6. Conclusioni

L'introduzione degli standard di rendicontazione ISSB rappresenta un segno tangibile del riconoscimento del legame indissolubile tra informazioni finanziarie e non finanziarie, nonché della rilevanza ("materialità") delle questioni ESG per la gestione dell'impresa e le scelte di investimento. L'adozione degli standard potrebbe notevolmente aumentare il livello di trasparenza circa l'impegno delle imprese verso le questioni climatiche e di sostenibilità, favorendo decisioni più consapevoli ad opera di investitori e gestori del risparmio. Tuttavia, la mera pubblicazione di IFRS S1 e IFRS S2 non è di per sé sufficiente a garantirne un'uniforme applicazione a livello globale. A tal fine sono imprescindibili un maggiore supporto alle imprese nella fase di applicazione, che passi anche attraverso l'adozione di ulteriori linee guida, nonché un ampio consenso a livello politico. La prossima COP28 potrebbe essere un'occasione interessante per società, coalizioni di investitori e legislatori per rinnovare il consenso al progetto di ISSB, stimolandone l'ampia circolazione.



# Giurisprudenza





A cura di Marco Baio e Lavinia Noto

**Cass. Civ., Sez. III, n. 24951 del 21 agosto 2023**

**Oggetto:** Assicurazione vita – individuazione dei beneficiari e criteri di individuazione del termine di decorrenza per il calcolo degli interessi.

Nel contratto di assicurazione sulla vita la designazione generica degli “eredi legittimi” come beneficiari comporta l’inclusione, tra i medesimi, pure degli eredi per rappresentazione ed ha, inoltre, come effetto, che, a ciascuno di essi, spettino gli interessi corrispettivi sin dalla morte del de cuius.

\* \* \*

**Cass. Civ., Sez. I, n. 13521 del 17 maggio 2023**

**Oggetto:** La condotta anomala e agevolatrice del danneggiato esclude la responsabilità indiretta dell’intermediario.

Gli istituti di credito rispondono dei danni arrecati a terzi dai propri incaricati nello svolgimento delle incombenze loro affidate quando il fatto illecito commesso sia connesso per occasionalità necessaria all’esercizio delle mansioni, ma la responsabilità dell’intermediario per i danni arrecati dai propri promotori finanziari è esclusa ove il danneggiato ponga in essere una condotta agevolatrice che presenti connotati di anomalia, vale a dire, se non di collusione, quantomeno di consapevole acquiescenza alla violazione delle regole gravanti sul promotore.

\* \* \*

**Cass. Civ., Sez. III, n. 12990 del 12 maggio 2023**

**Oggetto:** Obblighi informativi dell’intermediario e onere della prova.

Dall’inadempimento (o, se si preferisce, dalla mancata dimostrazione dell’adempimento) agli obblighi informativi a carico dell’intermediario sorge una presunzione di sussistenza del nesso di causalità tra detto inadempimento ed il pregiudizio lamentato dall’investitore, la cui prova contraria, dovuta dal primo, non può consistere nella dimostrazione di una generica propensione al rischio dell’investitore, desunta anche da scelte intrinsecamente rischiose pregresse (nella specie, peraltro, pacificamente insussistenti, trattandosi di prima operazione di investimento compiuta dall’investitore), perché anche l’investitore speculativamente orientato e disponibile ad assumersi rischi deve poter valutare la sua scelta speculativa e rischiosa nell’ambito di tutte le opzioni dello stesso genere

offerte dal mercato, alla luce dei fattori di rischio che gli sono stati segnalati.

\* \* \*

**Cass. Pen., Sez. V, n. 43638 del 6 settembre 2023**

**Oggetto:** Il luogo di consumazione dell’aggiotaggio Informativo.

Nel caso di manipolazione informativa, la comunicazione mendace realizza la sua potenzialità lesiva non prima di essere giunta al luogo di diffusione delle informazioni in grado di incidere sul mercato dei titoli. Considerata la natura di reato di pericolo concreto dell’aggiotaggio informativo, esso realizza la propria idoneità lesiva non appena le notizie, che siano in grado di alterare in maniera apprezzabile il prezzo, diventino oggettivamente percepibili dagli operatori del mercato stesso. Pertanto, il luogo di consumazione del reato di aggiotaggio informativo va individuato in quello in cui si è verificata la prima “diffusione” delle notizie false, questo inteso come quello in cui la condotta ha assunto connotati di concreta lesività, manifestando, attraverso l’oggettiva percepibilità delle notizie false, la sua pericolosità per il normale corso dei titoli cui esse si riferiscono.

\* \* \*

**Corte App. Firenze, Sez. II, n. 1110 del 23 maggio 2023**

**Oggetto:** L’esperibilità delle presunzioni nell’insider trading secondario.

In relazione all’accertata violazione dell’art. 187-bis, comma 4, del TUF e dell’art. 8 del Regolamento (UE) n. 596/2014, la Corte ritiene che l’illecito abuso di informazioni privilegiate è configurabile anche qualora le notizie afferiscano a fatti non ancora accaduti ma destinati a verificarsi, in quanto l’insider trading può essere provato anche in via presuntiva, essendo spesso l’unica via probatoria che consenta di accertare il possesso delle dette informazioni, dal momento che il trasferimento di queste si attua, di regola, con modalità che escludono attività di documentazione.

Ai sensi del art. 180, lett. b-ter) TUF ai fini della qualificazione in esame non assumono rilievo solo i fatti storicamente accaduti, ma anche quelli destinati a verificarsi in base a un giudizio di ragionevole prevedibilità.

È sufficiente provare il mero possesso dell’informazione da parte del suo autore, essendo ininfluyente l’origine o la

fonte dell'informazione privilegiata, per provare la sussistenza della fattispecie illecita ex 187 bis comma 1 TUF.

\*\*\*

**Corte App. Brescia, Sez. I, n. 770 del 5 maggio 2023**  
**Oggetto:** "Solidarietà imperfetta" nella responsabilità per il fatto illecito commesso dal dipendente infedele dell'intermediario finanziario.

L'intermediario è responsabile solidale per i danni arrecati a terzi dal consulente finanziario nello svolgimento delle incombenze affidategli, il fondamento di questa responsabilità va ravvisato nel rilievo che l'agire del promotore è uno degli strumenti dei quali l'intermediario si avvale nell'organizzazione della propria impresa, traendone benefici ai quali è ragionevole far corrispondere i rischi, in ossequio al principio ubi commoda ibi et incommoda. L'intermediario finanziario risponderà dell'illecito compiuto a danno di terzi da colui che appaia operare quale suo preposto o promotore. La corte afferma che per poter provare la concorrente responsabilità dell'intermediario è sufficiente che il dipendente si presenti come tale sfruttando la posizione che ha all'interno dell'organizzazione dell'intermediario. Il presupposto è, dunque, la sussistenza di una connessione tra l'esercizio delle mansioni affidate al promotore finanziario e il danno da questi arrecato all'investitore.

\*\*\*

**Collegio di Coordinamento ABF – Decisione n. 9321 del 26 settembre 2023**

**Oggetto:** Condizioni di rimborso dei buoni fruttiferi postali.

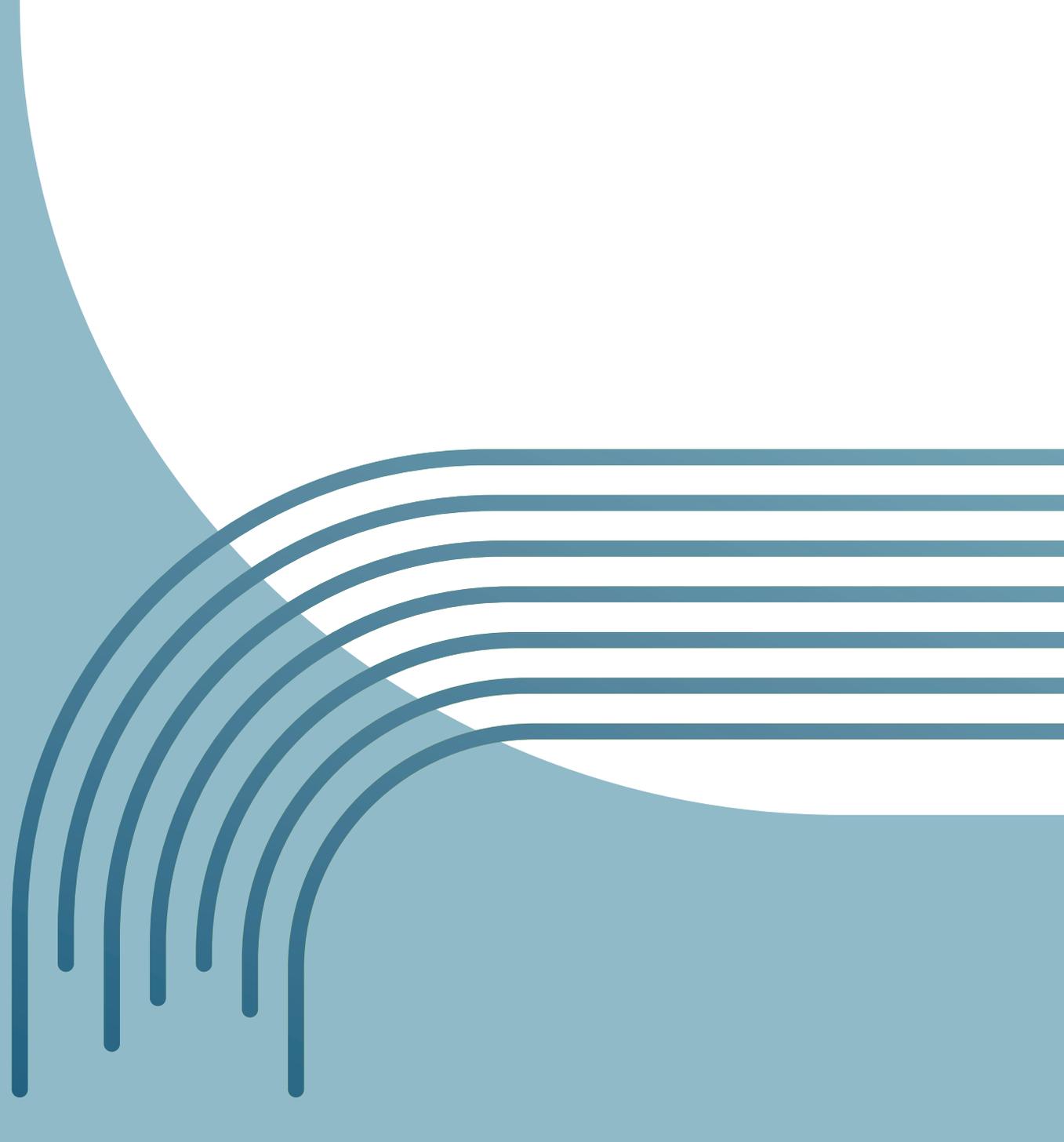
Il rimborso dei buoni postali emessi nel vigore del D.M. 13 giugno 1986 deve essere effettuato secondo le condizioni riportate nella tabella allegata al predetto decreto per i buoni della nuova serie ordinaria, anche nel caso in cui siano stati utilizzati i titoli della precedente serie P, con apposizione dei timbri di cui all'art. 5, 2° co., del decreto medesimo, ancorché non recanti i rendimenti per il periodo successivo al ventesimo anno previsti per la nuova serie ordinaria.

\*\*\*

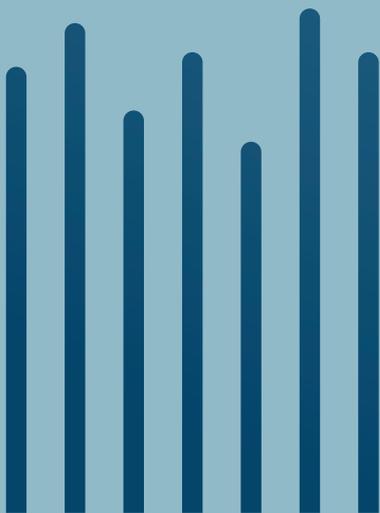
**Collegio di Coordinamento ABF – Decisione n. 6781 del 3 luglio 2023**

**Oggetto:** Sulla riconducibilità all'art. 118 TUB della modifica unilaterale del contratto avente ad oggetto condizioni economiche sin dall'origine valorizzate con un'indicazione numerica pari a "zero".

Ai fini della valutazione della legittimità della modifica unilaterale, per come declinata dall'art. 118 TUB, occorre tener conto del concreto assetto di interessi che le parti hanno voluto fissare nello specifico regolamento contrattuale. Pertanto, ove la valorizzazione a zero di un costo sia indicativa di un servizio non fornito dall'intermediario, la relativa modifica unilaterale ex art. 118 TUB equivale all'inserimento di una nuova clausola originariamente non prevista dal contratto. Quest'ultima, in quanto tale, è illegittima.

A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page, curve upwards and to the right, and then level out towards the right edge. The background is a light blue gradient.

# Angolo fiscale





## Imposta minima globale, punti fermi e questioni aperte in vista della prossima attuazione

di Paolo Arginelli, Lorenzo Banfi, Francesco Reboli

A meno di un mese dall'entrata in vigore della imposta minima globale risulta utile ripercorrere alcuni dei profili di maggior interesse in un contesto di prima applicazione della disciplina. Infatti, a partire dal 1° gennaio 2024, si applicherà negli Stati membri dell'Unione europea la Direttiva del Consiglio (UE) 2022/2523 del 14 dicembre 2022 ("Direttiva") finalizzata ad imporre un livello minimo di tassazione ("global minimum tax", "GMT") per determinati gruppi o entità domestiche sulla base dell'impianto fornito dall'Inclusive Framework ("IF") sotto la regia dall'OCSE (meglio note come le "GloBE Rules"). A livello italiano, lo schema di Decreto legislativo di attuazione ("Schema di Decreto") è attualmente all'esame delle competenti Commissioni parlamentari.

Lo Schema di Decreto, in linea con la Direttiva e le GloBE Rules, prevede l'applicazione di un'imposta integrativa su base giurisdizionale ("top-up tax") qualora le entità costitutive di un gruppo ("constituent entities") siano ivi assoggettate ad un livello di imposizione minima effettiva ("Effective tax rate") inferiore alla soglia del 15% stabilita dall'Inclusive Framework. L'eventuale imposta (la cui aliquota è determinata come differenza tra l'aliquota effettiva d'imposta di una certa giurisdizione e il minimum rate del 15%) è riscossa sulla base di tre regole complementari di diritto interno (c.d. "charging provision"): (i) l'imposta minima nazionale ("qualified domestic minimum top-up tax", "QDMTT"), (ii) l'imposta minima integrativa ("income inclusion rule", "IIR") e (iii) l'imposta minima suppletiva ("undertaxed payment rule", "UTPR"), la cui applicazione è posticipata al 1° gennaio 2025. Tali regole saranno verosimilmente integrate da una disposizione di natura convenzionale (c.d. "subject to tax rule", "STTR") finalizzata a consentire allo stato della fonte la possibilità di assoggettare a imposta certi pagamenti di natura "passive" intercorrenti tra parti correlate e tassati in capo al percipiente al di sotto del 15%.

Ai sensi dell'art. 10 dello Schema di Decreto, tali disposizioni si applicano alle imprese localizzate in Italia che fanno parte di un gruppo multinazionale o nazionale con ricavi annui pari o superiori ai 750 milioni di euro risultanti dal bilancio consolidato della controllante capogruppo in almeno due degli ultimi quattro esercizi. A differenza delle GloBE Rules, sono assoggettati alla disciplina de qua anche i gruppi "nazionali" al fine di scongiurare l'incompatibilità della disciplina

con il diritto dell'Unione europea (in particolare con la libertà di stabilimento, come declinata dalla Corte di Giustizia, ad esempio, nella Causa C-196/04, "Cadbury Schweppes"). Sono in ogni caso esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina determinati soggetti in virtù del loro status o delle peculiari finalità che perseguono (art. 11 dello Schema di Decreto): le entità statali, le organizzazioni internazionali, le organizzazioni senza scopo di lucro, i fondi pensione e i fondi di investimento nonché i veicoli di investimento immobiliare che siano controllanti capogruppo. Sono altresì escluse talune entità controllate dalle precedenti e funzionali allo svolgimento delle attività di cui sopra. L'esclusione in parola si estende agli obblighi dichiarativi, ma non rileva ai fini del computo della soglia di accesso di 750 milioni per gruppo.

### Il coordinamento con le discipline esistenti: l'interazione con i regimi CFC e con gli incentivi fiscali

Tale nuovo sistema andrà ad affiancarsi all'impianto dell'imposta sui redditi delle società, generando una complessa interazione dovuta ai molti punti di contatto ed alle sovrapposizioni tra le varie discipline, come quella concernente il coordinamento delle nuove norme con la disciplina CFC e gli incentivi fiscali previsti dall'ordinamento italiano.

Con riguardo alla disciplina CFC, l'art. 3 dello Schema di Decreto introduce i commi 4-bis e 4-ter all'interno dell'art. 167 del T.U.I.R., che sanciscono la priorità applicativa della QDMTT rispetto alla disciplina CFC, stabilendo che ai fini della determinazione del livello di imposizione effettiva rilevante per l'applicazione del predetto articolo 167 deve essere presa in considerazione la QDMTT eventualmente allocabile al soggetto controllato estero. Inoltre, il nuovo comma 4-ter, introduce un meccanismo opzionale alternativo alla tassazione per trasparenza del reddito della controllata estera, che prevede l'assolvimento di un'imposta sostitutiva del 15% su una base imponibile "forfetizzata" di quest'ultima. Tale opzione, che è irrevocabile per tre anni con rinnovo tacito, è tuttavia subordinata alla circostanza che i bilanci dei soggetti esteri siano revisionati e certificati.

Con riferimento invece al coordinamento con le norme di incentivazione fiscale, si ricorda che sin dall'inizio dei lavori dell'IF, tale aspetto abbia rappresentato uno dei profili maggiormente controversi

considerata la finalità di mettere fine, o quantomeno ridurre, la competizione fiscale tra Stati in quanto foriera di un graduale abbassamento delle aliquote fiscali effettive (c.d. “race to the bottom”). In questa prospettiva, la GMT giocherà un ruolo di primo piano, impattando sulla concreta fruizione degli incentivi fiscali, introducendo a tal fine regole ad hoc. Tra queste occorre menzionare (i) la disciplina dei c.d. crediti fiscali “qualificati” (di cui agli artt. 23, comma 6 e 28, comma 2 dello Schema di Decreto), volta a privilegiare gli incentivi tributari nella forma di crediti d’imposta che soddisfano il criterio della “rimborsabilità”, nonché (ii) la disciplina della c.d. “Riduzione da attività economica sostanziale” di cui all’art. 35 dello Schema di Decreto (“Substance based carve out”, “SBIE”), la quale riduce la base imponibile a cui applicare l’imposta integrativa in funzione di alcuni “parametri spia” dell’effettività e significatività dell’attività economica svolta in una giurisdizione (rappresentati dal valore delle “immobilizzazioni materiali ammissibili” e delle “spese salariali ammissibili”). Inoltre, l’esclusione de minimis (di cui all’art. 37 dello Schema di Decreto) e le altre norme che delimitano l’ambito applicativo della disciplina permettono ad una vasta gamma di società ed enti di continuare a fruire di incentivi fiscali senza dover monitorare il relativo impatto sul proprio livello di imposizione effettiva. Alla luce di tale complesso coordinamento, sarebbe dunque auspicabile da parte del Governo un’attenta valutazione dell’attuale pleora di incentivi fiscali, nonché dei regimi che saranno introdotti all’esito della incipiente riforma fiscale (soprattutto la previsione di aliquote ridotte, ovvero regimi che determinano variazioni extracontabili della base imponibile), al fine di ridurre il potenziale effetto di recapture che potrebbe derivare dall’applicazione della GMT.

### L’importanza dei regimi semplificativi (“Safe harbours”) a carattere transitorio

Un ultimo profilo degno di attenzione, in fase di prima applicazione della disciplina, concerne la possibilità di accedere ai safe harbours transitori. Le norme in oggetto, infatti, al fine di agevolare la fase iniziale di applicazione con riferimento alle giurisdizioni a “basso rischio”, consentono, in via presuntiva, che l’imposta integrativa dovuta per tali giurisdizioni sia nulla ove risultino alternativamente integrati tre test applicati in base alle informazioni presenti all’interno dei report CbC (c.d. Country by Country Report) e dei reporting package al consolidato. Rilevano a tal fine le regole contenute all’interno del rapporto OCSE “Safe Harbours and Penalty Relief: Global Anti-Base Erosion Rules (Pillar Two)”, pubblicato a dicembre 2022 (“Rap-

porto OCSE”), e dalle regole sui Porti Sicuri rilevanti ai fini della QDMTT e dell’UTPR contenute all’interno del documento OCSE “Administrative Guidance on the Global Anti-Base Erosion Model Rules”, pubblicato a luglio 2023. In linea generale e in attesa della pubblicazione di un apposito decreto del MEF (ed auspicabilmente di una circolare da parte dell’Agenzia delle Entrate) che chiarisca la portata applicativa di tali regimi semplificativi, è opportuno ricordare che, per quanto attiene a quelli disciplinati dal Rapporto OCSE, le disposizioni transitorie si rendono applicabili per un periodo triennale che si estende fino agli esercizi che iniziano prima del 1 gennaio 2027 e che si chiudono entro il 30 giugno 2028. Le condizioni d’accesso a tali regimi prevedono il superamento di alcuni test (alternativi tra loro) effettuati su base giurisdizionale (e consolidando i dati afferenti alle diverse entità localizzate in ogni giurisdizione), ossia:

- ricavi inferiori a 10 milioni di euro e utili ante imposte inferiori ad 1 milione;
- tax rate effettivo semplificato uguale o superiore al 15% per gli esercizi che iniziano nel 2024, 16% per gli esercizi che iniziano nel 2025 e 17% per quelli che iniziano nel 2026 e 2027;
- profitti routinari uguali o superiori al risultato ante imposte indicato nel CbCR.

È opportuno ricordare che l’opzione per aderire a tali regimi temporanei deve essere esercitata nel primo esercizio in cui il gruppo è soggetto alla GMT (cioè, 2024 per i contribuenti con esercizio coincidente con l’anno solare) al fine di evitare la perdita di tale possibilità per gli esercizi successivi (c.d. approccio “once out, always out”). Si auspica pertanto che tali condizioni d’accesso siano quanto prima disciplinate all’interno di un decreto attuativo al fine di consentire la preventiva ed informata verifica del soddisfacimento delle stesse.

Da ultimo, si segnala che, ai sensi della “Administrative guidance” di luglio 2023, l’OCSE ha introdotto un’ulteriore safe harbour a carattere temporaneo (in aggiunta al c.d. “QDMTT safe harbour”) finalizzato a fornire un’esenzione transitoria dall’UTPR nella giurisdizione della capogruppo se l’aliquota nominale di imposta applicabile in tale giurisdizione è almeno pari al 20% (“UTPR safe harbour”). Tale disposizione è applicabile per i periodi di imposta di durata non superiore a 12 mesi che iniziano entro il 31 dicembre 2025 e terminano prima del 31 dicembre 2026 e anche tale safe harbour transitorio è soggetto all’approccio “once out, always out”. Viene infine confermata la possibilità di scelta del contribuente tra i diversi safe harbour transitori nella misura in cui siano soddisfatte le relative condizioni di accesso.

In conclusione, ed estrema sintesi, le ricadute sul piano operativo, al fine di porre in essere i primi passi riguardanti la raccolta delle informazioni utili per adempiere alla normativa, potrebbero essere i seguenti:

- mappatura delle entità appartenenti al gruppo e prima raccolta di dati ed informazioni economico/patrimoniali aggiornati. Condivisione con il local management dei punti rilevanti;
- identificazione del perimetro delle constituent entities interessate dalla normativa;
- raccolta delle informazioni necessarie per applicare la GMT, alcune delle quali già disponibili in base alla disciplina CbCR e valutazione in merito alla possibilità di attivare i safe harbours;
- distinzione tra imposte correnti e differite ed individuazione dei crediti fiscali "qualificati".

# Riforma fiscale: in attesa della riforma IRES, il governo introduce nuovi incentivi alle assunzioni e abroga l'ACE

di Stefania Barsalini

## 1. Premessa

L'articolo 6, co. 1, lett. a), della legge n. 111 del 2023 di delega per la riforma fiscale ha previsto per i soggetti IRES un sistema di tassazione complesso (cc.dd. a doppia aliquota) al fine di incentivare investimenti qualificati e nuove assunzioni. Si tratta di un progetto riformatore molto ambizioso che intende ridisegnare l'ambito applicativo dell'imposta attraverso due diversi binari: uno "ordinario", con l'attuale aliquota "piena" al 24%, e un altro agevolato con una aliquota di tassazione ridotta (verosimilmente al 15%) riservato ai soggetti che, investendo nell'azienda, sia in termini di beni strumentali che di nuova forza lavoro, puntano alla crescita e allo sviluppo.

L'attuazione di detto regime ha indotto il legislatore, nelle more dell'attuazione completa della riforma IRES a "doppia aliquota", a introdurre (per il solo 2024), con l'articolo 4 dello schema di D.Lgs. di attuazione del primo modulo di riforma IRPEF, una nuova agevolazione per nuove assunzioni e, per contro, a disporre con il successivo art. 5 l'abrogazione "a regime" della disciplina relativa all'Aiuto alla Crescita Economica (ACE). Una parte del maggior gettito derivante da tale abrogazione consentirà di compensare la perdita di gettito conseguente all'introduzione dell'agevolazione per le nuove assunzioni.

## 2. Maggiorazione del costo del personale di nuova assunzione

L'articolo 4 dello schema di decreto prevede una nuova agevolazione che consiste in una maggiorazione del costo ammesso in deduzione in presenza di nuove assunzioni. In particolare, si dispone che per il periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2023, per i titolari di reddito d'impresa e per gli esercenti arti e professioni, il costo del personale di nuova assunzione con contratto di lavoro subordinato a tempo indeterminato è maggiorato, ai fini della determinazione del reddito, di un importo pari al 20 per cento del costo riferibile all'incremento occupazionale: a tal fine, va quindi accertato che nell'esercizio 2024 il numero dei dipendenti a tempo indeterminato risulti superiore rispetto a quello mediamente occupato nell'esercizio 2023. Per finalità antielusive, la verifica di questa condizione va fatta al netto dei decrementi occupazionali verificatisi in società controllate o collegate ai sensi dell'articolo 2359 del Codice civile o fa-

centi capo, anche per interposta persona, allo stesso soggetto.

## 3. Soggetti beneficiari dell'agevolazione

La relazione illustrativa chiarisce che "L'agevolazione spetta ai titolari di reddito d'impresa e, quindi, ai soggetti di cui all'articolo 73 del TUIR, alle imprese individuali, comprese le imprese familiari e le aziende coniugali, alle società di persone ed equiparate ai sensi dell'articolo 5 del TUIR, nonché agli esercenti arti e professioni che svolgono attività di lavoro autonomo ai sensi dell'articolo 54 del TUIR. Per gli enti di cui all'articolo 73, comma 1, lett. c), del TUIR il regime in questione si rende operante esclusivamente in relazione al reddito di impresa eventualmente conseguito". L'esplicito riferimento della relazione illustrativa e della relazione tecnica ai soggetti di cui all'articolo 73 del TUIR, quindi anche ai soggetti destinatari della riforma IRES a doppia aliquota, dirime i dubbi che la collocazione della norma nell'ambito del decreto IRPEF poteva suscitare, e cioè che le disposizioni in esame fossero destinate soltanto ai soggetti IRPEF.

Per favorire l'assunzione di particolari categorie di lavoratori meritevoli di maggior tutela (elencati nell'allegato 1 del decreto, tra i quali rientrano: i lavoratori svantaggiati o con disabilità; le donne di qualsiasi età con almeno due figli di età minore di diciotto anni o prive di un impiego; i giovani ammessi agli incentivi all'occupazione giovanile etc.), il costo riferibile a ciascuno di essi è moltiplicato per coefficienti di maggiorazione da determinarsi con decreto interministeriale. Ma si prevede già che la complessiva maggiorazione non ecceda il 10 per cento del costo del lavoro sostenuto per dette categorie di lavoratori svantaggiati.

L'agevolazione presuppone che l'impresa si trovi in condizioni di normale operatività, stante la necessità di realizzare incrementi occupazionali e spetta ai soggetti che hanno esercitato l'attività nel periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2023 per almeno trecentosessantacinque giorni. Pertanto, sono escluse dall'ambito soggettivo - oltre ai contribuenti in regime forfettario anche - le imprese in liquidazione ordinaria nonché le imprese che si trovano in stato di liquidazione giudiziale o che abbiano fatto ricorso ad altri istituti di risoluzione della crisi di impresa di natura liquidatoria alla luce del D. Lgs. n. 14 del 2019 (Codice della crisi).

#### 4. Determinazione del costo deducibile

In presenza di un incremento occupazionale, il costo da assumere è pari al minor importo tra:

- il costo effettivamente riferibile ai nuovi assunti
- l'incremento del costo complessivo del personale dipendente classificabile nell'articolo 2425, primo comma, lettera B), numero 9), del Codice civile rispetto a quello relativo all'esercizio 2023. I soggetti che non adottano lo schema di conto economico di cui all'art. 2425 del c.c., come ad esempio le imprese IAS adopter, le imprese assicurative o gli intermediari finanziari di cui al d.lgs. n. 136 del 2015, devono comunque tener conto delle componenti del costo del personale che, in caso di adozione di tale schema, sarebbero confluite nella voce di cui alla lettera B), numero 9). In sostanza detti soggetti devono assumere il costo del personale che avrebbe trovato collocazione nella voce B.9) del conto economico.

Con riguardo in particolare alla voce c) del numero 9) del conto economico del bilancio da codice civile, "trattamento di fine rapporto" è stato evidenziato che per i soggetti IAS/IFRS per quali gli accantonamenti per il TFR rilevano secondo le regole dello IAS 19, ricondurre nella voce di bilancio da codice civile le poste tipiche IAS contabilizzate a tal fine (a titolo di "service cost" o di "interest cost" o a titolo di "actuarial gain/loss") si presenta problematico sicché sarebbe preferibile assumere il costo al "valore fiscale".

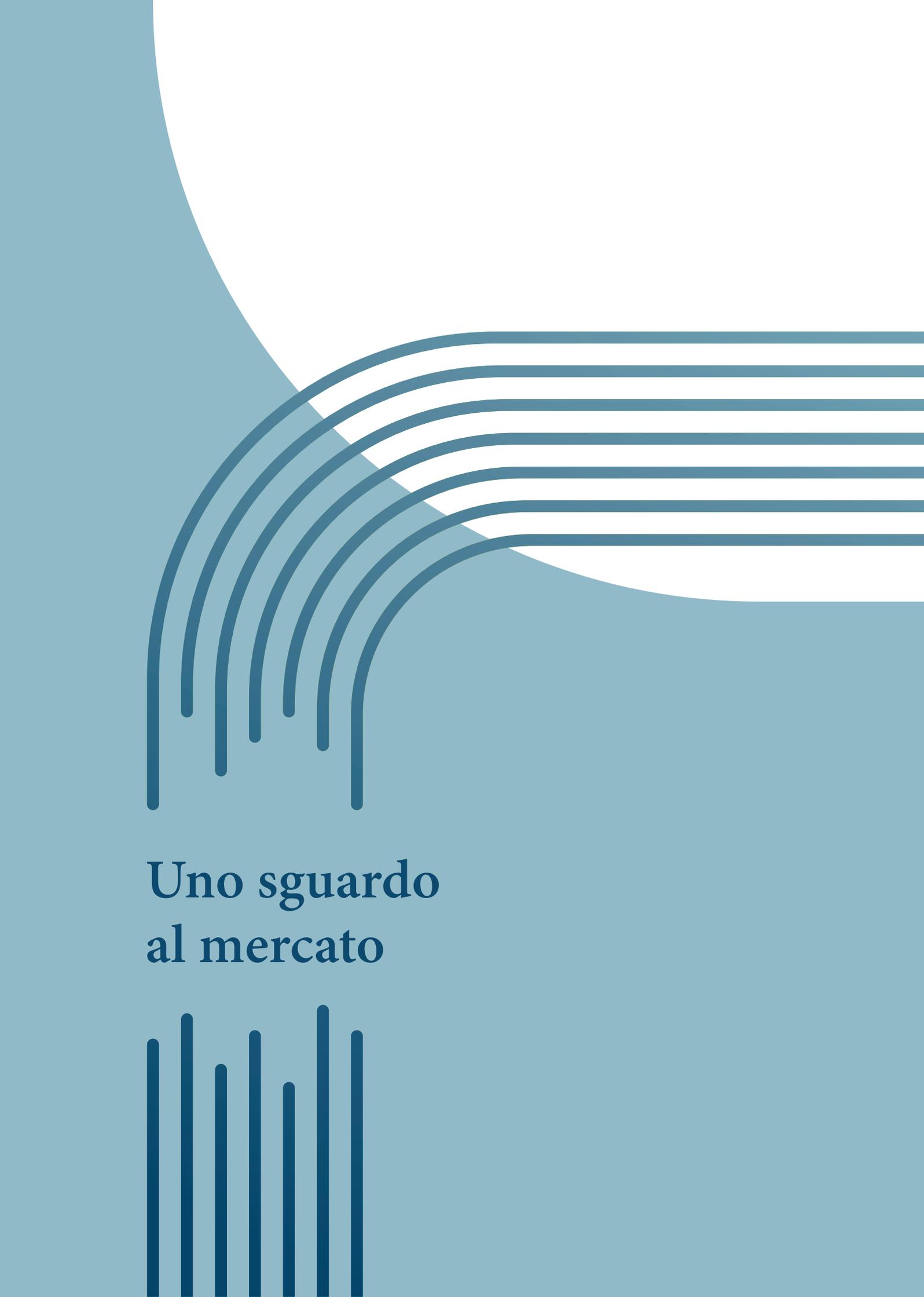
#### 5. Abrogazione dell'ACE

Nelle more dell'organica revisione e razionalizzazione degli incentivi alle imprese, il successivo articolo 5 del decreto in argomento dispone, a decorrere dal 2024, l'abrogazione dell'ACE, facendo salvi, comunque, i diritti acquisiti in materia di riporto delle eccedenze ACE pregresse e successivo utilizzo delle stesse fino al loro totale esaurimento.

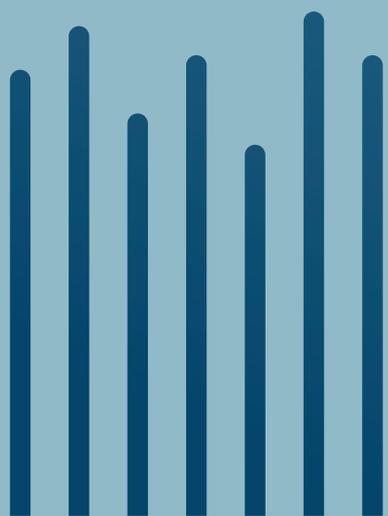
La disciplina ACE, si ricorda, è stata introdotta per premiare fiscalmente le imprese che reinvestono gli utili in azienda, consentendo di ridurre il carico fiscale e rendendo quindi conveniente investire risorse proprie in luogo del ricorso al capitale di debito. Un incentivo alla patrimonializzazione delle imprese che ha sempre funzionato e che ASSOSIM ha sostenuto anche livello europeo (cfr. Osservazioni Assosim in risposta alla consultazione pubblica sulla proposta di direttiva su Debt-Equity Bias Reduction Allowance - "DEBRA).

Secondo quanto si apprende leggendo la documentazione dei Servizi e degli Uffici del Senato della Repubblica e della Camera (Atto del Governo n. 88/2023) "Nella relazione tecnica, il Governo stima complessivamente l'effetto derivante dalle misure disposte dagli articoli 4 e 5 dello schema in esame, ipotizzando un incremento di gettito pari a 3.484,7 milioni di euro per l'anno 2025, 2.814,3 milioni per il 2026, 2.842,7 milioni per il 2027 e 2.853,6 milioni per il 2027".





Uno sguardo  
al mercato





## La negoziazione in Italia. Campanelli di allarme

di Miriam Felici e Marco Biordi

“Piccolo è bello” non vale più, soprattutto per gli intermediari che prestano servizi di negoziazione in conto proprio e di esecuzione degli ordini dei clienti. La negoziazione sta sempre più diventando appannaggio di banche e imprese di investimento di grandi dimensioni che possono così beneficiare di economie di scala e di scopo e applicare fees più competitive ai clienti.

Anche se si tratta di un processo evolutivo che caratterizza tutti i paesi più sviluppati, occorre tuttavia considerare che in Italia tale trend è particolarmente accentuato.

I numeri dell'Associazione parlano chiaro. Tra le associate, il numero di negoziatori italiani attivi sul mercato Euronext Milan è passato da 36 nel 2007 a 14 nel 2022, con un trend analogo tra banche e Sim (le prime passate dal 25 a 10, le seconde da 11 a 4). Lo stesso andamento si riscontra per le associate estere che negoziano su Euronext Milan, passate da 13 nel 2007 a 5 nel 2022.

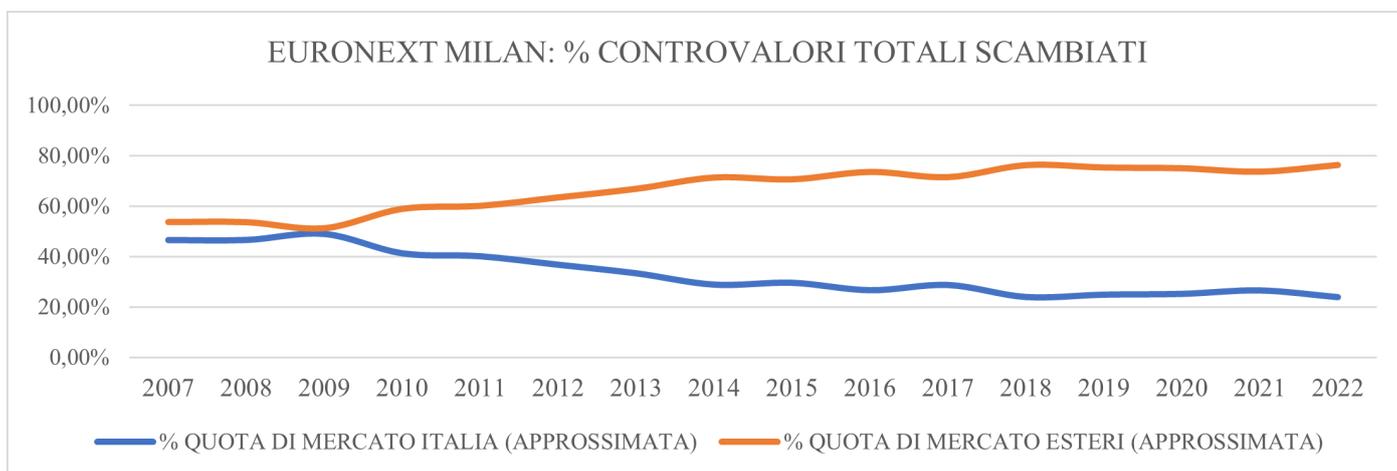
Le ragioni sono generalmente riconducibili a processi di integrazione societaria, decisioni di dismissione del servizio di negoziazione o scelte di efficientamento delle attività nell'ambito dei gruppi. A tal riguardo, giova evidenziare che, se nel 2007 i gruppi bancari/di Sim erano caratterizzati dalla presenza di più intermediari negoziatori, oggi l'attività di negoziazione è generalmente demandata ad un solo intermediario del gruppo, con l'intento di ottenere una dimensione adeguata in ottica di sostenibilità economica e competitività dell'attività.

Quanto agli intermediari esteri associati, un elemento tipico osservato nel corso degli ultimi anni è lo svolgimento dell'attività di negoziazione direttamente dalla casa madre e non più dalla branch locale. A quest'ultima è demandato un ruolo più propriamente commerciale o limitato alla trasmissione degli ordini dei clienti.

L'aspetto più critico che emerge dall'analisi dei dati associativi è che, a fronte della riduzione del numero di intermediari negoziatori in Italia, come visto ripartita all'incirca allo stesso modo tra italiani ed esteri, la quota di mercato degli intermediari esteri (associati e non) sul mercato Euronext Milan supera ormai di gran lunga quella degli intermediari italiani. A partire dal 2009, anno in cui la quota di mercato di italiani ed esteri era pressoché analoga, la market share approssimata degli intermediari esteri ha raggiunto circa il 70% dei controvalori totali negoziati sul mercato Euronext Milan, mentre quella degli intermediari italiani rappresenta ora circa il 30%.

Questo dato fa riflettere.

L'evoluzione del framework regolamentare di riferimento ha richiesto, soprattutto con la MiFID II, notevoli investimenti agli intermediari UE e costi crescenti per la gestione di piattaforme e processi operativi (si pensi al regime applicabile alle negoziazioni algoritmiche e/o ad alta frequenza). La dinamica crescente del costo dei dati di mercato (essenziali per il trading) e i costi connessi alla migrazione dei mercati su nuove piattaforme integrate e più performanti -generalmente in esito a processi di integrazione dei mercati stessi-



hanno aggravato un quadro già caratterizzato da costi significativi.

Tutto ciò ha spinto gli intermediari a ricercare economie di scala sebbene con un'intensità diversa tra italiani ed esteri, avendo questi ultimi generalmente una "potenza di fuoco" notevolmente superiore.

Purtroppo, nel momento in cui l'attività di negoziazione "migra" verso altri paesi, le conseguenze indirette di tale fenomeno non sono trascurabili. Innanzitutto, la liquidità di un mercato dipende, inter alia, da numero e tipologia di intermediari partecipanti. Più alto è il numero, più variegata è la tipologia, maggiore è, a parità di condizioni, la liquidità di un mercato. Quest'ultima, come noto, è uno dei fattori chiave dell'efficienza degli scambi.

Alla negoziazione sono poi generalmente collegati altri servizi offerti dagli intermediari agli investitori, come la produzione di ricerca finanziaria che consente di accrescere la conoscibilità delle imprese che si rivolgono ai mercati per esigenze di funding. Se in un Paese il business della negoziazione si contrae, irrimediabilmente si ridimensiona anche l'offerta di ricerca finanziaria, che sappiamo essere essenziale per il tes-

suto produttivo, specie per le SMEs che hanno meno appeal e, quindi, sono meno coperte dagli intermediari esteri.

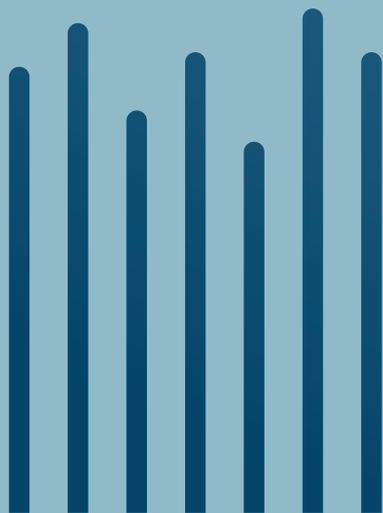
Purtroppo, il quadro attuale caratterizzato da un listino con un'incapacità quasi strutturale a crescere (salvo che sui mercati growth), dalla forte contrazione del numero dei negozianti e dalla riduzione della quota di mercato degli intermediari italiani fornisce segnali di allarme a cui occorre dare ascolto.

La situazione rischia peraltro di aggravarsi con la recente proposta di riforma in materia di retail strategy che, ponendo un'enfasi particolare sui costi dei prodotti, enfatizza il ruolo della variabile dimensionale come strumento di difesa della competitività del business.

Oggi, più che in passato, è necessaria una valutazione a trecentosessanta gradi dei progetti di riforma con un'attenta ponderazione di tutti i possibili "effetti indesiderati", riconoscendo il carattere complesso e multidimensionale della realtà economica dei nostri tempi che non è più compatibile con interventi regolamentari parcellizzati.

A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page, curve upwards and to the right, and then level out towards the right edge. The background is a light blue gradient.

Eventi e  
formazione  
Assosim



L'Associazione è da sempre impegnata nell'organizzazione di corsi, seminari, webinar, come strumenti di aggiornamento su tematiche regolamentari e occasioni di confronto e approfondimento, anche grazie all'intervento, in qualità di relatori, di professionisti, docenti universitari e funzionari delle istituzioni e degli stessi intermediari.

Di seguito i corsi/seminari svolti di recente e una panoramica di quelli già pianificati per i prossimi mesi:

Gli impatti delle ultime novità normative sul sistema dei controlli interni degli intermediari	14-15 settembre	Corso a pagamento con Euronext
Soluzioni e strumenti di tipo arbitrale e civilistico per risolvere le controversie con i clienti e gestire i reclami	27 settembre	Evento
Webinar percorso formativo con ESG Academy: Effetto ESG. Come cambia la finanza	5-12-19-26 ottobre e 22 novembre	Corso a pagamento
Retail Investment Strategy: opportunità e sfide per l'industria finanziaria	11 ottobre	Evento
LuxSE's 2023 Milan reception	26 ottobre	Evento
Il diritto dei controlli societari e le funzioni interne di controllo degli intermediari finanziari	13 novembre	Evento
Fondi ed ETF: il look through a fini di compliance e di client satisfaction	23 novembre	Caffè in compagnia
Che cosa è la Settlement Efficiency? Quali sono gli elementi che condizionano l'efficienza del regolamento	29 novembre	Caffè in compagnia
Market Abuse: novità 2023 e prossimi passi	5 e 6 dicembre	Corso a pagamento
Una lettura attraverso l'analisi dei bilanci del settore delle SIM: un settore diversificato (per offerta) e concentrato (per risultati)	18 dicembre	Caffè in compagnia
La disciplina antiriciclaggio	17-18 gennaio 2024	Corso a pagamento
Turquoise's 2023 Milan reception	25 gennaio 2024	Evento
Pillar 2	gennaio 2024	Caffè in compagnia
Digital Assets	gennaio 2024	Caffè in compagnia
Moduli formativi su Fintech	da febbraio 2024	Corso a pagamento
La revisione della MiFID/R	data da definire	Corso a pagamento con Euronext

**Ringraziamo per essere intervenuti in qualità di speaker ai corsi/seminari menzionati:**

*Ennio Alagia*, Chiomenti Studio Legale; *Nicoletta Alfano*, DLA Piper Italy; *Filippo Annunziata*, Annunziata&Conso e Università Bocconi; *Riccardo Bernini*, LIST S.p.A.; *Giuseppe Leonardo Carriero*, Collegio ABF di Napoli; *Raffaella Cristofaro*, UBS Group Company; *Daniele D'Amelj*, Deloitte Risk Advisory; *Alessandro De Nicola*, Orrick; *Angelo Danilo De Santis*, Università Roma Tre; *Caterina De Stefano*, BonelliErede; *Paola Deantoni*, Société Générale Securities Services; *Paola Deriu\**, Consob (\*a titolo personale); *Maddalena Fontana*, DLA Piper Italy; *Pierpaolo Fratangelo*, Banca D'Italia; *Aldo Furlani*, Atrigna & Partners; *Roberto Galbiati*, Intesa Sanpaolo; *Davide Gatto\**, Consob (\*a titolo personale); *Claudio Grassi*, SIX Financial Information; *Emanuele Grippo*, Gianni & Origoni; *Gherardo Lenti Capoduri*, Intesa Sanpaolo; *Francesco Martiniello*, illimity Bank; *Alessandro Merenda*, Gianni & Origoni; *Fabio Morvilli*, Camera Commercio ItaloLussemburghese; *Mario Notari*, Università Bocconi di Milano; *Carlo Oly*, LuxSE; *Samantha Page*, Euronext; *Salvatore Providenti*, Studio Legale Carbonetti e Associati; *Gaetano Puleri*, Deloitte Risk Advisory; *Annarita Puppato\**, Consob (\*a titolo personale); *Marco Romanelli*, Studio Legale Carbonetti e Associati; *Pierre Schoonbroodt*, LuxSE; *Davide Secci*, Deloitte Risk Advisory; *Martina Tambucci\**, Consob (\*a titolo personale); *Umberto Vallarino*, Autostrade per l'Italia; *Marco Ventoruzzo*, Assosim, Università Bocconi e Studio Gattai, Minoli, Partners; *Benedetta Venturato*, Chiomenti Studio Legale; *Federico Vezzani*, BonelliErede; *Catherine Weeks*, Simmons & Simmons LLP; *Marco Zanni*, Parlamento europeo; *Luca Zitiello*, Zitiello Associati.



