

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

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

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

## *Direzione Scientifica*

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

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

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

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

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

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

G. Alpa, L. Appio, A. Cilento, L. Di Donna, P. Gaggero, P. Messina, A. Miglionico, F. Moliterni, M. Ortino, M. Pellegrini, M. Romano, C. Rossano, I. Sabbatelli, A. Sacco Ginevri, M. Sepe, V. Troiano

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari delle banche* (Preliminary thoughts on the new discipline of banking ownership structure).....366

DOMENICO SICLARI – *La tutela stragiudiziale in ambito bancario, finanziario e assicurativo: problemi e prospettive* (Out-of-court protection in banking, finance and insurance: problems and perspectives).....395

SUSANNA QUADRI – *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile* (New Horizons for Truly Sustainable Finance).....406

FRANCESCO GUARRACINO – *Il regime transitorio e di prima applicazione della nuova disciplina sugli assetti partecipativi delle banche nel d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182* (The transitional and savings provisions in the framework of the new rules on the prudential assessment of qualifying holdings in the Legislative Decree No. 182 of 8 November 2021).....446

### VARIETÀ

STEFANO CAPPIELLO – *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili: chi decide e sulla base di quali informazioni?* (Sustainability in corporate governance and financial markets: who decides and on the basis of what information?).....465

VITO BEVIVINO – *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni* (The ESG business of banks and the prospects for reform of the European prudential regulation of ESG information).....484

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

GIAMPAOLO PARODI – *Priorità del giudizio costituzionale e disapplicazione. In margine alla sentenza della Corte Costituzionale n. 149 del 2022* (Priority of the Constitutional judgment and disapplication. In the margin to the judgment of the Constitutional Court n. 149 of 2022), nota a sentenza della Corte Costituzionale del 16 giugno 2022 n. 149.....148

JACOPO PAOLONI – *Abuso di informazioni privilegiate tra libertà di stampa e tutela dell'integrità dei mercati finanziari* (Insider dealing between press freedom and protection of the financial markets' integrity), nota a sentenza della Corte di Giustizia UE del 15 marzo 2022, C-302/20.....194

CATERINA PISTOCCHI – *Note su assetti proprietari delle banche e interessi tutelati* (Notes on banks' ownership structures and protected interests), nota a sentenza del Tribunale UE dell'11 maggio 2022, T-913/16.....223

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

## PRIME RIFLESSIONI SULLA NUOVA DISCIPLINA DEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE \*

*(Preliminary thoughts on the new discipline  
of banking ownership structure)*

**ABSTRACT:** *This article examines some relevant reforms recently introduced by the Italian legislator on the regulation of banking ownership structure, highlighting the effects of new discipline which affected the consolidated Banking Act and Financial Act. The legislative decree No 182 of 2021 introduces stringent functions of supervisory authorities and regulatory measures to protect the bank capital, adjusting the prudential requirements that credit institutions need to implement with respect to their ownership structure. The analysis addresses the normative framework regarding the acquisition of shares by banks with the aim to illustrate the provisions of legislation No 182 of 2021 and to highlight the reasons for delay in the implementation of guidelines issued by the EU competent authorities. Therefore, the focus is on the controversial debate about the notion of 'relevant participation' in the banks' capital as well as the definition of 'indirect' participation and 'in concert', which are subject to specific regulation that has introduced innovative forms of intervention. These aspects of analysis have concerned the validation of powers currently attributed to national authorities, underlying how these powers place their legal basis in the 'secondary norms'; this needs to take into consideration the new regime which raises critical arguments with respect to 'transitory norms'. In this context, the article also examines several exemptions that soften the rigidity of discipline enshrined in the legislative decree No 182 of 2021 and regulatory norms*

---

\* Si riproduce la relazione, svolta il 4 novembre 2022 presso l'Università San Raffaele di Roma; il testo è stato integrato con talune considerazioni che riprendono i contenuti delle *Conclusioni* tenute dall'A. nel webinar su 'Assetti proprietari di banche ed altri intermediari', organizzato dalla rivista *dirittobancario.it* il 17 novembre 2022. L. A. ringrazia Francesco Saverio Porcelli per la lettura critica di una prima bozza del lavoro, dichiara altresì che le tesi presentate, e gli eventuali errori, sono di sua esclusiva responsabilità.

*issued by the Bank of Italy.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. La regolazione degli assetti proprietari delle banche: linee evolutive. - 3. *Segue: ratio* delle differenti tipologie di partecipazioni *nelle* banche e *delle* banche. - 4. Il d.lgs. n. 182 del 2021 e la normativa d'attuazione: impianto ordinatorio. - 5. *Segue:* criteri innovativi e nozione di partecipazione 'qualificata'. - 6. Partecipazioni *indirette* e di *concerto*. - 7. Le ragioni del ritardo interventistico. - 8. Conclusioni.

1. Alcune significative modifiche di recente introdotte dal legislatore italiano nella regolazione degli assetti proprietari delle banche offrono agli studiosi l'occasione per un approfondimento di tale complessa tematica. In particolare, si ravvisa l'esigenza di evidenziare in quali modalità la nuova disciplina incida sull'impianto normativo di significativi settori del TUB e del TUF, i quali risultano innovati non solo nella parte relativa a detta specifica materia, bensì anche nei variegati ambiti disciplinari interessati dalla presenza di partecipazioni qualificate negli enti creditizi.

Il testo del d.lgs. 182 del 2021 - come viene evidenziato nell'art. 1 nel quale sono individuate le modifiche disciplinari recate al TUB - affianca alla introduzione di specifici poteri di vigilanza e di misure di conservazione del capitale delle banche (dove la modifica dei requisiti prudenziali che le medesime devono osservare con riguardo alla definizione dei relativi assetti proprietari) una nuova regolazione del 'gruppo bancario'. In particolare, con riferimento a quest'ultima rileva l'intento legislativo di superare il criterio del tradizionale raccordo tra la sede legale e la nazionalità del vertice del gruppo, quale 'perno' necessario dell'azione di vigilanza; ne consegue che in futuro si potranno avere gruppi nazionali che identificano sottogruppi internazionali bancari (Troiano V.).

Se ne deduce l'intento del legislatore di aver voluto tener conto - in sede di revisione di un ampio comparto della regolazione del settore creditizio - delle possibili forme di interazione riscontrabili tra le variegate materie che danno contenuto alla disciplina bancaria. Ciò lascia ipotizzare che, in prospettiva, l'adeguamento della



normativa nazionale al complesso dispositivo UE continui ad essere realizzato sulla base di un criterio siffatto donde la configurabilità di nuove, significative modifiche disciplinari di ampia portata, destinate ad innovare *ab imis* la vigente sistemica finanziaria del nostro Paese.

Volendo soffermarci in questa sede ad analizzare solo la normativa riguardante l'acquisto di partecipazioni da parte delle banche, va in primo luogo approfondita la portata della innovazione disciplinare recata *in subiecta materia* dal d.lgs. n. 182/2021; ciò vuoi al fine di accertare l'ambito dispositivo di quest'ultimo, vuoi per verificare le ragioni che sono alla base del significativo ritardo con cui il regolatore italiano ha provveduto a recepire le *guidelines* rivenienti dai competenti organismi istituzionali dell'ordinamento finanziario europeo.

Al riguardo, va subito sottolineato che aspetto centrale della revisione normativa in parola è l'esame della delicata questione tecnica relativa alla individuazione della nozione di «partecipazione rilevante» nel capitale delle banche. Necessita, infatti, valutare quest'ultima nelle differenti articolazioni che ne integrano il contenuto, che spazia dal carattere 'qualificato' della stessa, alla configurazione delle ipotesi di partecipazione 'indiretta' e 'di concerto'; consegue la riferibilità a siffatte tipologie strutturali (al presente oggetto di una specifica regolazione che ha innovato le linee procedurali correlate al raggiungimento delle prescritte autorizzazioni), nonché alla composizione delle catene partecipative di controllo.

Naturalmente, una compiuta valutazione del sistema dispositivo in esame non può prescindere dal riferimento al ruolo della BCE alla quale, a seguito dell'introduzione del Meccanismo Unico di Vigilanza, è attribuita la competenza per il rilascio dell'autorizzazione all'acquisizione di una partecipazione qualificata in tutte le banche, «significative e non», in aggiunta ad altri poteri finalizzati alla applicazione del diritto UE. Tale profilo d'indagine non va, pertanto, disgiunto dalla verifica dei poteri attualmente spettanti alle autorità nazionali, i quali assumono peculiare rilievo ove trovino espressione attraverso una congrua puntualizzazione degli ambiti di intervento rimessi alla normativa secondaria; da qui, a livello sistemico, la pro-

spettiva di un nuovo riparto di competenze, da configurare in linea con il criterio della unitarietà della regolazione.

2. Al fine di delineare un corretto percorso nell'analisi che qui si propone è bene evidenziare il processo evolutivo della disciplina in esame muovendo da una premessa che consente di comprendere il notevole mutamento che, nel tempo, ne ha caratterizzato l'essenza.

Nel secolo scorso per decenni - allorché era in vigore la legge di settore del 1936 e con essa la riferibilità ai meccanismi della 'vigilanza strutturale' - non veniva ascritta particolare importanza alla tematica dell'acquisto e della detenzione di partecipazioni nelle banche in quanto il sistema creditizio risultava formato in via prevalente da soggetti aventi natura pubblica o riconducibili alla mano pubblica (Fazio). Ciò, ovviamente, rendeva scarsamente significativa la tematica oggetto della presente indagine in quanto non erano individuabili ipotesi fattuali connesse alla presenza di soggetti di natura privatistica intenzionati ad acquisire quote di diritti o di capitale in una banca, partecipazioni che comportassero la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla stessa.

Successivamente, con l'affermazione del processo di europeizzazione del nostro ordinamento finanziario le cose cambiano in maniera decisiva. Il varo della legge n. 218 del 1990 (cd. legge Amato) - e con essa l'avvio della privatizzazione delle banche protrattasi nell'ultimo decennio del secolo scorso -, in un primo tempo, l'emanazione del d.lgs. n. 385 del 1993, testo unico bancario, poco dopo, danno l'abbrivio ad un mutamento disciplinare degli assetti proprietari delle banche incentrato essenzialmente sulla «separatezza fra banche e imprese non bancarie» (Venturi). Detto criterio sistemico - che rifletteva l'intento di non alterare la parità concorrenziale - è rimasto immutato per alcuni lustri fino al momento in cui, a seguito della crisi economico finanziaria degli anni 2007 e seguenti, è divenuta ineludibile l'esigenza di ricalibrare la regolazione del settore tenendo conto delle variegate implicazioni introdotte con le riforme originate dalla creazione del SEVIF e

dell'Unione Bancaria Europea, alle quali si ricollega una significativa innovazione dell'«architettura di vertice» dell'ordinamento finanziario europeo (Pellegrini, Sepe, Troiano).

Viene, quindi, in considerazione in primo luogo la direttiva n. 44 del 2007 che definisce i profili procedurali dell'acquisto di partecipazioni, delineando la figura del 'candidato acquirente'; donde la significativa introduzione dei criteri (rimasti inalterati nel tempo) da seguire nelle valutazioni dei progetti di acquisizione correlate al rilascio del provvedimento autorizzativo (onorabilità del candidato, correttezza professionale, idoneità a rispettare la normativa dopo l'acquisto della partecipazione, insussistenza di sospetti in ordine a possibili finalità di riciclaggio). Come correttamente è stato sottolineato in dottrina, si è in presenza di una regolazione finalizzata a «ridurre le barriere all'ingresso nel mercato» favorendo la liberalizzazione dell'attività finanziaria (Troiano V.).

Rileva, poi, l'incidenza esercitata *in subiecta materia* dalla funzione regolamentare svolta dalle ESAs, le quali - com'è stato osservato in letteratura (Cappiello) - attraverso una 'struttura a raggiera' interagiscono tra loro per trovare il punto di sintesi tra gli interessi nazionali. Da qui la specificità degli interventi attivati da queste ultime in vista della finalità di armonizzare le regole dei sistemi finanziari dei differenti Stati membri. Sono, per tal via, formulati orientamenti molteplici e variegati, tra i quali rilevano soprattutto quelli rappresentativi della posizione dell'EBA in ordine alle prassi di supervisione seguite all'interno del Sistema europeo di vigilanza finanziaria ovvero alle modalità di applicazione del diritto della Unione in tale particolare settore; orientamenti cui i paesi dell'Unione sono tenuti ad uniformarsi ai sensi dell'art. 4, par. 2, del regol. (UE) n. 1093/2010, inserendone i contenuti nel proprio quadro giuridico e nelle procedure da esse seguite.

A seguito della costituzione dell'UBE l'esigenza, avvertita dal legislatore europeo, di introdurre alcune modifiche ed implementazioni nella disciplina bancaria interagisce sullo scenario sopra delineato, incidendo in maniera significativa sulla tematica degli assetti proprietari delle banche; ciò, ovviamente,

nel riferimento alle innovazioni recate dal Meccanismo Unico di Vigilanza che ha stabilito un innovativo riparto di competenze, in materia di supervisione bancaria, tra autorità centrali e nazionali che operano in ambito UE.

Al riguardo, va sottolineato che il mutamento recato dall'SSM alle modalità esplicative della vigilanza sulle banche - traslando dalle autorità di controllo domestiche alla BCE la supervisione sugli appartenenti al settore qualificati come *significant* (in relazione alla dimensione dei loro attivi) - ha comportato modifiche sistemiche che hanno determinato un implicito ampliamento dei poteri d'intervento riconosciuti a detta istituzione europea. In tale contesto rileva, inoltre, la tendenza di quest'ultima - evidenziata fin dai primi tempi successivi alla realizzazione dell'UBE - ad espandere progressivamente la portata delle proprie funzioni; orientamento del resto sottolineato dallo stesso Tribunale UE (causa T-122/15). Ne è conseguita una *distinzione* tra i poteri che fanno capo alle autorità poste al vertice dell'ordinamento finanziario, che può dar luogo a situazioni di incertezza interpretativa ove si abbia riguardo alle fasi dell'«*iter* evolutivo della regolazione bancaria successivo ai noti eventi di crisi registrati a partire dal 2007» (così Lemma).

Detta tendenza assume specifico rilievo nella disciplina degli assetti proprietari delle banche in quanto, nell'ambito del *Single Supervisory Mechanism*, è conservata piena centralità all'intervento delle autorità nazionali (avendo la normativa europea lasciato immutato l'impianto sistemico del TUB e, dunque, il riconoscimento di specifici poteri a queste ultime). Ne consegue che la traslazione in ambito europeo della supervisione bancaria - pur lasciando fermo l'obbligo della BCE di applicare le norme disposte dalla Banca d'Italia per dare attuazione alla regolazione UE - apre la prospettiva di un progressivo ridimensionamento dei poteri della nostra autorità domestica nella definizione dei rapporti partecipativi tra banche. È appena il caso di aggiungere che tale realtà potestativa presenta peculiare valenza soprattutto con riguardo alla valutazione degli assetti proprietari degli appartenenti al settore effettuata nello specifico contesto della gestione delle crisi bancarie (Rossano D.).

Volendo, quindi, puntualizzare la portata della riforma legislativa in parola, deve dirsi in primo luogo che essa interagisce sulla capacità dei nominati organi di vertice dell'ordinamento finanziario di incidere in maniera significativa sulla materia oggetto del nostro esame. In proposito va fatto presente che le modalità disciplinari del procedimento di autorizzazione all'acquisto di una «partecipazione qualificata» - e, in base ad esse, la delimitazione dell'ambito interventistico dell'autorità - si riflettono in chiave *dinamica* sull'intera catena dei poteri societari previsti dalla normativa speciale in maniera più significativa rispetto a quella evidenziata in passato con riferimento alle statuizioni della regolazione previgente (Venturi). Nello specifico, ci si riferisce al fatto che, in base alla normativa introdotta dal d. lgs. n. 182 del 2021, assume una *innovativa configurazione* la possibilità consentita agli appartenenti al settore del credito di esercitare una *influenza notevole* o una forma di *controllo* su un ente bancario, previa acquisizione di partecipazioni ovvero sulla base di accordi conclusi in forme variegate.

Da qui l'identificazione dell'ambito prospettico al quale devono essere orientate le indagini che - nel riferimento alla definizione delle 'partecipazioni qualificate' - intendano soffermarsi sulla individuazione della area soggettiva dei destinatari dei nominati poteri autorizzativi attivabili dall'autorità in base alle modifiche in concreto apportate dal menzionato d.lgs. n. 182 alla disciplina vigente. Ciò consentirà di perseguire l'obiettivo di una esaustiva illustrazione delle principali valutazioni e scelte compiute dal regolatore ad esito della *consultazione pubblica* in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari, conclusa nel maggio 2022. Dovrebbe, in tal modo, essere accertato se - anche sulla base delle osservazioni e richieste di chiarimento formulate dagli appartenenti al settore - la nuova normativa sugli assetti proprietari delle banche assicuri adeguate forme di coordinamento della operatività bancaria e finanziaria, raccordandola alle indicazioni delle autorità UE che riflettono le esigenze espresse dal mutato quadro regolamentare europeo.

3. Passando ad analizzare, come si è anticipato, la questione riguardante le modalità e i limiti entro i quali l'ordinamento definisce gli assetti proprietari delle banche, è bene tener presente che la problematica qui proposta investe sia gli interessi di carattere generale connessi all'esercizio dell'attività svolta dalle medesime, sia il tema concernente l'autonomia negoziale e la libertà di impresa che connota gli appartenenti al settore del credito (Oppo).

A ben considerare, l'esame delle nuove fattispecie dovrebbe tener conto del fatto che il riconoscimento, disposto dalla normativa europea, di un *agere* spesso riconducibile a relazioni intersettoriali complesse può dar luogo a realtà nelle quali finisce con l'esser pretermessa la salvezza dei principi essenziali ed inderogabili del nostro ordinamento. La affermazione di una pluralità di fonti normative ha reso difficile il discrimine tra la normativa UE e quella nazionale, determinando la prevalenza dell'una e la sussidiarietà dell'altra, per cui l'interprete può andare incontro a perplessità nell'identificare quale sia la nostra normativa essenziale che deve essere rispettata anche dall'ordinamento europeo.

Tale perplessità si rinviene, tra l'altro, in presenza di una realtà disciplinare caratterizzata dalla riconducibilità del regime normativo di una specifica materia (nel nostro caso: le partecipazioni bancarie) in parte a disposizioni emanate dalla Banca d'Italia e in parte alle indicazioni rivenienti da autorità europee; in questo caso, infatti, la prima potrebbe ipotizzare di essere facoltizzata ad estendere la propria competenza alla regolazione dell'intera materia e, conseguentemente, promuovere una azione volta a ritardare il recepimento in ambito nazionale degli «atti di indirizzo» provenienti dalle nominate ESAs.

In tale contesto si colloca la distinzione tra la regolazione delle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari, riconducibile alle disposizioni di carattere generale emanate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 53, comma primo, lett. c, TUB, da quella dell'acquisto delle partecipazioni nelle banche, oggetto della disciplina disposta nel d.lgs. n. 182/2021. Come si tenterà di evidenziare qui di seguito, la autorità di vigilanza nazionale - indotta forse da un convincimento

conforme all'ipotesi costruttiva poc'anzi richiamata - ha informato l'EBA di non poter applicare gli orientamenti congiunti del 2016 senza una modifica della normativa primaria italiana (cfr. EBA, *Annual report 2017*, p. 95, *sub lett. g*), dando luogo ad un inspiegabile ritardo, giustificato da una isolata dottrina che sul punto ha *stranamente* dichiarato che «non c'è traccia» di una comunicazione siffatta all'EBA (Brescia Morra). In prospettiva, tale tematica è soggetta a revisione, ove si considerano i contenuti di una recente proposta di direttiva CRD VI (Brussels, 27.10.2021, COM 2021, 663 *final*) che introduce un apposito regime autorizzativo per gli 'acquisti di partecipazioni di banche in banche' (traslando alla BCE anche il potere di autorizzare le partecipazioni detenibili).

Ciò posto, volendo esaminare i due menzionati, differenti aspetti regolamentari della materia che qui ci occupa, necessita in primo luogo richiamare la *ratio* della disciplina delle 'partecipazioni detenibili dalle banche', precisando la sua funzionalizzazione al contenimento dei rischi da investimenti in imprese finanziarie e non finanziarie per l'ente titolare delle medesime. Come si sottolinea nelle disposizioni in materia emanate dalla Banca d'Italia, la normativa ha riguardo ai particolari rischi che all'ente detentore possono derivare dalla entità del valore della partecipazione e dall'impatto che la stessa può avere sul bilancio della banca, nonché dalla natura del soggetto partecipato (Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013).

È evidente, quindi, come il provvedimento di autorizzazione nella fattispecie abbia di mira l'obiettivo di assicurare che l'acquisto sia conforme al criterio della «sana e prudente gestione» dell'ente partecipante, sì da evitare forme di 'eccessivo immobilizzo dell'attivo' oltre ad accertare che non siano configurabili eventuali conflitti d'interesse (i quali di certo determinerebbero una distorsione della attività svolta). In tale contesto si spiega la ragione per cui la normativa secondaria anche in passato aveva fissato «un limite generale all'investimento in partecipazioni e in immobili, da contenere entro l'ammontare dei fondi propri a livello consolidato» (Circolare n. 285, cit.).

Per converso, l'autorizzazione all'acquisizione delle partecipazioni *tout court* assolve ad una differente funzione *preventiva*, orientata alla verifica della esistenza di condizioni che impediscono alla partecipazione di impattare negativamente sulla struttura finanziaria e patrimoniale del soggetto destinatario dell'attività di acquisizione. Naturalmente, detta riferibilità ai limiti «prudenziali» deve trovare compendio nelle indicazioni rivenienti dalla struttura organizzativa di tale ente e, dunque, nei dati assunti tramite i controlli interni (i quali assurgono a presupposto per l'adozione di misure appropriate per il contenimento dei rischi).

È opportuno, altresì, far presente che il sistema disciplinare antecedente al d.lgs. n. 182/2021 risultava coerente con la regolazione europea applicabile alle banche; ciò in quanto la graduazione degli interventi posti in essere dall'organo di vigilanza si fondava su un principio di *proporzionalità*, oltre ad essere in linea con le indicazioni del complesso dispositivo bancario (*i.e.* disposizioni del TUB, delibera del CICR 29 luglio 2008, n. 276, in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari, alcune statuizioni di matrice europea e, in particolare, CRR e CRD IV). Pertanto, la definizione di cosa debba intendersi per *partecipazione* - e, in particolare, quale debba essere il perimetro di una quota azionaria che consenta di realizzare un 'legame durevole' con l'impresa partecipata - coerentemente veniva desunta dalle indicazioni contenute nelle disposizioni normative sopra richiamate. Si spiega, inoltre, la ragione per cui la dottrina, in linea con l'orientamento espresso nella normativa secondaria, aveva ricondotto l'essenza di detto legame durevole alla capacità di controllo e di influenza ovvero alla possibilità di realizzare un investimento cui si accompagnassero stabili rapporti strategici, operativi e finanziari (Brescia Morra, Boccuzzi).

Più in particolare, si segnala che, in epoca antecedente alle indicazioni della regolazione europea, la dottrina ha preso in considerazione il carattere *rilevante* della partecipazione (come individuata nel disposto dell'art. 1, co. 1, lett. *h-quinquies* TUB), ponendo l'accento sull'elemento motivazionale significativo ai fini della assunzione del controllo della società partecipata ovvero idoneo a farla



rientrare tra le fattispecie disciplinate dal CICR che, in base ai diritti di voto e ad altri diritti, erano in grado di influire su detta società (Sacco Ginevri, Chiappetta). Successivamente - venuto meno il potere del CICR di dettare norme di indirizzo in materia di assetti proprietari delle banche -, in vista di una maggiore «armonizzazione dei criteri di valutazione e dei procedimenti per il rilascio delle autorizzazioni all'acquisto di partecipazioni qualificate in banche» (Venturi), si è dato specifico risalto alla nozione di «partecipazione qualificata» (identificata nell'art. 19 TUB). Si è così addivenuti alla attribuzione di tale connotazione agli acquisti di quote partecipative o di diritti di voto a partire dal 10 per cento del capitale o che comunque consentano l'esercizio di una «influenza notevole».

Nel contempo, gli studi si sono soffermati anche sul testo dell'art. 22 del TUB, norma che - integrando la portata precettiva di altre statuizioni riguardanti gli assetti patrimoniali delle banche - disciplina l'acquisto *indiretto* e quello *concertato* di partecipazioni rilevanti, perseguendo una finalità 'antielusiva'. Veniva, quindi, sottolineata dalla dottrina l'intervenuta «estensione [...] delle fattispecie acquisitive o detentive di partecipazioni», in linea con l'intento del legislatore di evitare che potessero verificarsi ipotesi di assunzione del *controllo* «per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona» (Sacco Ginevri). Trovava, in tal modo, affermazione il principio della 'titolarità sostanziale' dei poteri societari che ricollega al raggiungimento *tout court* della quota partecipativa indicata dalla legge l'attivazione dei poteri autorizzativi dell'autorità di supervisione.

Il delineato *iter* evolutivo della normativa speciale si mostrava, tuttavia, bisognevole di chiarificazioni, alle quali in passato sono state orientate sia l'azione del regolatore nazionale - si ha riguardo, ad esempio, al decreto n. 675 del 27 luglio 2011 che prevede la specificazione dei casi di concerto e di influenza notevole -, sia le linee guida delle ESAs formulate nel dicembre del 2016. Va osservato, tuttavia, che nonostante le indicazioni delle nominate autorità europee siano state d'ausilio nella identificazione degli elementi che concorrono nella verifica delle partecipazioni indirette, ovvero dai quali è dato desumere la presenza di un'azione di concerto,

restavano numerose zone grigie *in subiecta materia*; ciò lasciando aperta la strada al legislatore nazionale per ulteriori interventi finalizzati ad una più adeguata definizione disciplinare degli assetti proprietari delle banche.

4. Sulla base di quanto precede, si comprende l'esigenza perseguita col recente d.lgs. n. 182/2021, di procedere ad una reimpostazione dell'impianto disciplinare delle partecipazioni acquisibili dalle banche su innovativi criteri, quali la correttezza, il superamento delle asimmetrie operative, una maggiore trasparenza relazionale, la reputazione degli esponenti, ecc. È evidente come si sia voluto assicurare *in subiecta materia* una piena conformità alle citate *Guidelines* delle ESAs nelle quali, come si è detto, sono state puntualizzate le modalità di acquisizione di partecipazioni qualificate in banche, imprese di investimento, gestori e imprese di assicurazione. Pertanto, nella lettura delle disposizioni del nominato d.lgs. 182 deve aversi riguardo all'intento del legislatore nazionale di correlare la verifica degli assetti societari ai contenuti della normativa UE, in vista dell'obiettivo di assicurare una piena conformità a quest'ultima.

Nello specifico, la disciplina delle fattispecie acquisitive viene inquadrata a livello sistematico nelle linee della vigente regolazione, la quale è sottoposta ad un processo di razionalizzazione al fine di conformarne i contenuti alle indicazioni UE (Lener R.). Conseguentemente il legislatore, muovendo dalla nozione di partecipazione qualificata, si sofferma sulla possibilità da questa consentita di esercitare il 'controllo' ovvero 'l'influenza dominante'. Viene, quindi, in considerazione il disposto dell'art. 23 TUB, nonché quello dell'art. 2359, commi 1 e 2, cod. civ., statuizioni che - come è noto - sono state sottoposte dalla dottrina ad un ampio vaglio interpretativo (Serra, Lamandini, De Poli), ai cui esiti deve, ovviamente, farsi riferimento in sede di accertamento della effettiva portata della riforma in questione. Se ne deduce che, nonostante l'impegno del legislatore volto alla semplificazione dei processi, permangono complessità interpretative connesse, ad esempio, alla specificazione dei 'casi di presunzione' di influenza dominante ovvero

alla chiarificazione della problematica relativa alla ‘prova contraria’.

Si è proceduto, inoltre, a disciplinare alcune fattispecie particolari che caratterizzano la materia in osservazione, tra le quali rilevano gli ‘acquisti involontari’, che per solito si riscontrano nei casi di superamento delle soglie rilevanti. L’individuazione degli elementi che integrano dette forme negoziali (cui si associa la facoltà di spostare il termine di richiesta dell’autorizzazione) tiene conto della distinzione esistente tra il concetto di ‘involontarietà’ e quello di ‘inconsapevolezza’ e, dunque, delle differenti modalità reattive dei medesimi sulla programmazione societaria (Ardizzone).

Di certo la innovazione più significativa della regolazione in esame, come più ampiamente si specificherà in seguito, riguarda la materia delle ‘partecipazioni indirette’ e ‘di concerto’, fattispecie accomunate dalla finalità di sottoporre ad ‘autorizzazione’ anche soggetti che, sul piano delle concretezze, dispongono di una partecipazione rilevante in un ente bancario, pur non essendone titolari sul piano formale. In un contesto giuridico economico europeo caratterizzato da una normativa ispirata alle indicazioni delle *Guidelines* delle ESAs - e, dunque, orientata ad integrare il ‘criterio del controllo’ con quello del ‘moltiplicatore’ - non si è voluto procrastinare ulteriormente la vigenza di un quadro disciplinare che sottopone alla richiesta di autorizzazione solo le persone fisiche o giuridiche legate da un diretto rapporto di proprietà all’interno di una catena societaria partecipativa. Per converso, si è esteso «l’obbligo di preventiva autorizzazione verso l’alto, lungo la catena partecipativa [fino ad] individuare una persona fisica o giuridica in una posizione di controllo rispetto al livello sottostante», come ha avuto modo di precisare in passato la dottrina commentando la portata delle *Guidelines* sopra citate (Venturi).

Del pari, l’esigenza di superare le difformità normative del nostro ordinamento rispetto alle prassi esistenti negli altri Stati membri ha indotto il legislatore nazionale a rivisitare la nozione di ‘concerto’, la quale è stata delineata estrapolandone l’essenza dall’ampia gamma dei possibili casi in materia ipotizzabili

facendo ricorso a valutazioni presuntive. Naturalmente, la normativa emanata dall'autorità di settore ascrive segni distintivi specifici al concerto che si riscontra in ambito bancario, anche se la relativa nozione riflette taluni aspetti tipicamente propri della regolamentazione Consob ed Ivass. Da qui la complessità che connota i relativi aspetti disciplinari, per cui risulta difficile pervenire alla definizione di una figura *elastica* idonea a contrastare fenomeni elusivi, creando un clima di certezza giuridica che sia in grado di incentivare comportamenti virtuosi da parte degli azionisti (Maugeri).

Si è in presenza, quindi, di criteri ordinatori destinati a puntualizzare le modalità tecnico giuridiche che consentano di far chiarezza sugli obblighi sottesi al rilascio dell'autorizzazione, al cui conseguimento sono tenuti coloro che intendono acquisire partecipazioni qualificate in una impresa vigilata, incrementare le quote azionarie da essi possedute o, infine, acquisire una società che detenga partecipazioni qualificate. Di fondo emerge *l'intentio legis* di introdurre nella regolazione un allargamento della discrezionalità tecnica dell'autorità di settore, chiamata ora a svolgere una più ampia attività di verifica delle fattispecie riconducibili ad un provvedimento autorizzativo.

Va da sé che tali orientamenti disciplinari tengono conto delle prassi di vigilanza esistenti all'interno del sistema europeo di supervisione finanziaria, nonché delle modalità di applicazione del diritto dell'Unione nel settore in parola. Conseguentemente le modifiche di cui trattasi, come si è anticipato, interagiscono sulla configurazione di numerosi istituti: dal 'controllo' sulle società del settore creditizio, al 'gruppo bancario', alla 'vigilanza su base consolidata', ecc...; ciò spiega la ragione per cui i criteri ordinatori di cui il d. lgs. n. 182 è portatore hanno comportato non solo la revisione degli artt. 19 e 22 TUB, bensì anche quella della Parte II, Titolo I, Capo II del TUF.

5. Passando all'esame particolareggiato delle innovazioni recate alla disciplina delle 'partecipazioni bancarie' è bene soffermarsi, in primo luogo, sulla

individuazione dei caratteri tipologici di queste ultime, che ne determinano la sottoposizione ad *autorizzazione* preventiva. Significative al riguardo sono le indicazioni fornite dal disposto del menzionato art. 19 TUB revisionato nel 2021, alle quali hanno fatto seguito le recenti disposizioni emanate dalla Banca d'Italia *in subiecta materia* destinate ad entrare in vigore nel gennaio 2023.

Nella disposizione legislativa testé richiamata si fa riferimento alle fattispecie di «acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute». Viene, poi, presa in considerazione la possibilità di variazioni percentuali (20, 30 40 e 50 per cento) della quota partecipativa posseduta, in grado di comportare il controllo della banca ovvero l'acquisizione di una partecipazione in una società (anche non controllata) che abbia diritti di voto o quote di capitale in una banca, sì da rendere ipotizzabile un effetto *moltiplicatore* che interagisce sulla catena partecipativa. Da ultimo, rileva l'acquisizione, per il tramite di un contratto, del controllo o dell'influenza notevole su una banca o di una quota dei diritti di voto o del capitale che raggiunga i livelli percentuali sopra indicati.

Le disposizioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia nel luglio 2022 indicano le tecniche di applicazione del citato criterio evidenziando, in particolare, le forme di aggregazione delle partecipazioni dirette e indirette possedute da uno stesso acquirente, e chiarendo le linee comportamentali da tenere in presenza di strutture societarie complesse (*i.e.* più catene partecipative che partono da uno stesso intermediario). Si è addivenuti così ad una riorganizzazione sistematica della materia fondata su una particolare modalità di calcolo delle partecipazioni, per cui risultano innovate le tecniche di identificazione delle situazioni giuridiche soggette ad autorizzazione.

Nello specifico, il conseguimento di detto obiettivo è conseguito previo utilizzo di particolari schemi ordinatori: dalla scissione tra titolarità delle

partecipazioni ed esercizio dei diritti di voto, all'applicazione di un effetto moltiplicatore, alla puntualizzazione delle ipotesi di acquisizione o detenzione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, intendono esercitare in modo 'concertato' i relativi diritti.

Sono evidenti le conseguenze espansive dell'area di censimento ai fini autorizzativi. Per vero potrebbe sorgere il dubbio in ordine alla sottoposizione al provvedimento abilitativo delle acquisizioni di quote nelle banche cooperative, nelle quali - com'è noto - vige il principio del 'voto capitario' (per cui non sono ipotizzabili differenze tra i soci con riguardo all'entità del voto esercitabile). La scissione tra la titolarità delle partecipazioni e l'esercizio del diritto di voto elimina eventuali perplessità sul punto, come è dato desumere dalla inequivoca previsione normativa che, nell'identificare i casi da sottoporre ad autorizzazione preventiva, non si limita a considerare l'acquisizione di partecipazioni che "attribuiscono una quota dei diritti di voto", ma estende il proprio ambito applicativo anche alla assunzione di una quota «del *capitale* almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute" (art. 19, comma primo, lett. a).

6. Come si è anticipato, una peculiare modalità di calcolo delle partecipazioni introdotta dalla nuova regolazione ha riguardo a quelle acquisite o possedute in una impresa vigilata per il tramite di società, anche non controllate, che hanno diritti di voto o quote di capitale in detta impresa. Tale calcolo è finalizzato alla valorizzazione delle cd. partecipazioni *indirette* in quanto - come viene puntualizzato nelle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia - si considera sottoposto all'obbligo di autorizzazione il soggetto acquirente che risulta titolare di un "prodotto pari o superiore al 10%" ovvero che «direttamente o indirettamente, esercita il controllo su un candidato acquirente indiretto, individuato sulla base del criterio del moltiplicatore, di partecipazioni qualificate in un intermediario finanziario, in un istituto di pagamento o in un istituto di moneta elettronica» (v. provvedimento BI 22 luglio 2022).

Nello specifico viene in considerazione il legame che si instaura tra coloro che sono presenti in una catena partecipativa; legame al quale è riconducibile la possibilità di attuare la condivisione, nel capitale azionario di una banca, di un valore ricompreso tra il 10% e il 50% del medesimo, importo al quale si perviene grazie al meccanismo testé citato che moltiplica la quota a mani dell'acquirente indiretto per quelle «detenute dai livelli ad esso sottostanti lungo tutta la catena partecipativa [si da consentire] di detenere una [...] partecipazione nella banca *target* almeno pari al 10 per cento» (Venturi).

È evidente come la nuova regolazione abbia voluto estendere la sottoposizione alla disciplina autorizzativa a soggetti che possano, sul piano delle concretezze, essere considerati titolari di una partecipazione rilevante; ciò prescindendo da fatto che sia ravvisabile nella fattispecie una influenza effettiva nella gestione di quest'ultima (Sepe). Risulta chiaro, altresì, che il computo per l'identificazione del valore dell'essenza partecipativa sopra rappresentato integra le tradizionali modalità di valutazione del 'controllo', che nella previgente legislazione venivano utilizzate al fine di sottoporre ad autorizzazione i soggetti che acquistano in via indiretta una partecipazione qualificata.

Si individua, per tal via, una nuova modalità tecnica che consente di incidere sulla gestione di un'impresa creditizia; in tal senso orienta la *ratio* sottesa alla normativa in esame che indubbiamente, nel suo contenuto disciplinare (desumibile dalle caratteristiche dei soggetti sottoposti ad autorizzazione) nel presente va ben oltre la funzione antielusiva cui precedentemente essa era finalizzata. Conseguentemente, a ben riflettere, nel delineato contesto autorizzativo assume particolare importanza la verifica, demandata all'autorità di settore, in ordine alla qualità del 'progetto di acquisizione', il quale - come si è avuto modo di anticipare - deve essere correlato all'obiettivo della 'sana e prudente gestione'.

Da quanto precede si deduce che la novella del d.lgs. n. 182 del 2021, come recepita nell'attuale formulazione dell'art. 22 TUB, apre un'ampia e complessa problematica riguardante la specificazione delle caratteristiche delle «partecipazioni

acquisite o comunque possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona». Ad essa si aggiunge la prospettiva di una necessaria integrazione disciplinare in quanto, a fronte di una chiara riferibilità della regolazione europea ad un possesso azionario *tout court*, la menzionata normativa secondaria della Banca d'Italia è stata silente sull'acquisto di partecipazioni rilevanti in compagnie di assicurazioni (Sepe).

Pertanto, vengono in considerazione, tra l'altro, la questione relativa alla ipotizzabile presenza di un ente non societario nella 'catena del controllo', alla rilevanza della configurabilità di un 'concerto' all'interno di quest'ultima ovvero al valore ascrivibile alla lunghezza della medesima. Analogamente, deve aversi riguardo alle indicazioni che vengono dalla giurisprudenza europea nella interpretazione di alcuni casi particolari, come quello concernente la trasformazione di una partecipazione qualificata indiretta in altra di segno opposto ovvero di una semplice modifica del grado di partecipazione qualificata (v. sentenza del Tribunale UE 11 maggio 2022 sul caso Fininvest-Mediolanum). Da ultimo, in presenza di partecipazioni acquisite per il tramite di società fiduciarie, notoriamente sottoposte alla supervisione del MISE, vanno chiariti i termini e le modalità del raccordo interventistico che si pone tra quest'ultimo e la competente autorità di vigilanza bancaria.

La disciplina autorizzativa riguardante l'«acquisto di concerto» presenta finalità sostanzialmente analoghe a quelle perseguite dalla normativa sulle «partecipazioni indirette», essendo anch'essa protesa a scoraggiare le elusioni. Nello specifico, il provvedimento abilitativo rilasciato dall'autorità di settore riflette l'intento legislativo di estendere gli obblighi previsti dalla novella del d. lgs. n. 182 del 2021 a specifiche tipologie di interazione soggettiva che mirano al raggiungimento di una partecipazione rilevante.

L'acquisto di concerto, come è dato desumere dal disposto dell'art. 15 *bis* TUF e dell'art. 22 *bis* TUB, si rinvia nel caso in cui più soggetti - a seguito di accordi tra loro o per effetto della stipula di un patto, anche nullo, di cui all'art. 122 TUF -



vengano a detenere una partecipazione complessiva configurabile come 'qualificata' o tale da consentire una 'influenza notevole'. Va, inoltre, precisato che non identifica un presupposto del 'concerto' la realizzazione di determinati obiettivi, in quanto ciò che rileva affinché quest'ultimo sia configurabile è la mera finalità di procedere alla sua costituzione (dove la significatività del patto che ad esso dà origine, il quale a volte si individua in un mero scambio informativo).

Si è in presenza di variegata possibilità operative alle quali è ascrivibile l'attivazione di legami molteplici tra i *market makers*, ragion per cui risulta particolarmente ampia la gamma delle situazioni fattuali che conducono ad un «unitario centro di potere». Conseguentemente emergono molteplici perplessità in sede di corretto inquadramento delle ipotesi di 'concerto', tenuto conto delle sofisticate relazioni che si individuano nel complesso *agere* dei mercati internazionali; da qui la difficoltà di procedere ad un censimento delle medesime e la specificità che esse assumono ove riferite alle banche *tout court* ovvero a quelle quotate. A ciò si aggiunga che il complesso dispositivo costituito dall'insieme dei provvedimenti di normativa secondaria - emessi per disciplinare il fenomeno dalle autorità del mercato finanziario (Banca d'Italia, Consob ed Ivass) avendo riguardo ai rispettivi ambiti settoriali - rende ancor più arduo il compito dell'interprete nel tentativo di pervenire ad una compiuta definizione della materia.

Ciò posto, al fine di delineare comunque un'ipotesi ricostruttiva del 'concerto' va tenuto presente che la formulazione normativa utilizzata dal legislatore al tempo della regolazione previgente evidenziava l'intento di rinunciare all'introduzione di una categoria generale; orientava in tal senso la considerazione che la fattispecie veniva individuata mediante il riferimento a casi specifici che, ad avviso della dottrina, identificavano «presunzioni semplici della azione di concerto» (Basso). In tale logica assumevano particolare rilievo gli esiti delle *consultazioni preventive* destinate ad individuare, sul piano delle concretezze, le situazioni nelle quali, in base alle indicazioni dell'EBA, il 'concerto' doveva presumersi esistente (ad esempio: in caso di accordi di voto); restava, altresì, inalterata la configurabilità di

altre situazioni che, pur non essendo inquadrabili a stretto rigore come ‘concerti’, potevano essere comunque assunte come indici per la sussistenza di questi ultimi (ad esempio: patti di consultazione tra due o più soci per l’esercizio del voto).

Per converso, la clausola generale al presente introdotta dall’art. 22 *bis* TUB - nella quale, in linea con le indicazioni del d. lgs. n. 1282 del 2021, sono indicati gli elementi costitutivi del ‘concerto’ - segna un mutamento di prospettiva, giustificando l’opinione di un acuto studioso secondo cui il disposto attuale della normativa bancaria sopra richiamata rischia di disincentivare i comportamenti virtuosi degli azionisti a causa della indeterminatezza della nozione, la quale troverà adeguata precisazione nel tempo «in relazione agli orientamenti applicativi» (Maugeri). Tale tesi trova supporto nella considerazione che il regolatore di fondo ha espresso una valutazione sostanzialmente positiva dei comportamenti (*rectius*: accordi) che danno vita al ‘concerto’; questi ultimi infatti - aggregando posizioni di voto e, dunque, di potere - contribuiscono ad ottimizzare la *governance* delle banche. In altri termini, può dirsi che la novella in esame ha ravvisato meritevole di realizzazione l’introduzione di siffatti accordi nel contesto del governo societario qualora siano portatori di un disegno di gestione (tra più soggetti) che consenta di perseguire interessi comuni (promovendo un’azione di coordinamento che rende possibile il raggiungimento di una ‘partecipazione rilevante’).

Al pari di quanto è dato riscontrare con riguardo alle partecipazioni indirette, anche la fattispecie del concerto dà adito ad una problematica complessa vuoi per quel che concerne le concrete modalità di attuazione dello stesso, vuoi con riferimento all’esigenza di puntualizzare la sua distinzione rispetto a formazioni operative similari.

Ed invero se, sotto il primo profilo, vanno sottolineati - tra l’altro - gli aspetti differenziali configurabili tra ‘patti parasociali’ (notoriamente vincolanti) e gli accordi finalizzati al ‘concerto’ (posti in essere senza la necessaria assunzione di un vincolo, per quanto ad essi sia sotteso un impegno), con riferimento al secondo viene in considerazione soprattutto il carattere differenziale tra la figura in esame e

il cd. controllo congiunto. Sul punto è il caso di precisare che il nostro diritto non conosce la nozione di 'controllo congiunto', né questa appare riconducibile al disposto dell'art. 2359 cod. civ., sicché al fine di operare un *distinguo* rispetto al 'concerto' necessita aver riguardo agli elementi che ne connotano l'essenza. Viene in considerazione, pertanto, il potere dei singoli soggetti aderenti al 'co-controllo' di porre un veto o di paralizzare la capacità decisionale degli altri amministratori; se ne deduce che la nozione del 'concerto' è decisamente più ampia rispetto a quella di 'controllo congiunto', come del resto si evince dalle stesse disposizioni della Banca d'Italia (v. Capo II, par. 2).

È evidente, quindi, il difficile compito *in subiecta materia* della autorità di settore di riuscire a «conciliare [...] istanze [...] antitetiche», che rischiano di penalizzare schemi operativi, tipici del nostro ordinamento, come il 'voto di lista' (predisposto, com'è noto, a tutela delle minoranze). Ne consegue che una sana *policy* dell'Organo di vigilanza dovrebbe raccordare l'affermazione del 'concerto' alla effettiva possibilità dal medesimo consentita di trattare unitariamente gli interessi degli azionisti (Maugeri).

Da quanto precede discende, altresì, che gli aspetti disciplinari testé menzionati, nel segnare una svolta decisiva della disciplina bancaria, incidono in via primaria sulla regolamentazione dei gruppi. Quest'ultima, infatti, è arricchita dalla particolare attenzione dedicata alla acquisizione indiretta di partecipazioni qualificate e alla rilevanza dei comportamenti che si estrinsecano nel concerto; innovazioni che appaiono correlate alle nuove previsioni sulla autorizzazione e sulla vigilanza delle *holding companies*, alle quali si accompagnano puntuali regole sui gruppi di paesi terzi che operano in UE ed un potenziamento degli obblighi di collaborazione tra autorità prudenziali.

In tale ordine d'idee si piega, l'estensione degli obblighi di preventiva autorizzazione alla detenzione di 'partecipazioni qualificate' assunte senza un'operazione di acquisto, la previsione di nuovi obblighi di comunicazione all'autorità di vigilanza, nonché la specifico risalto dato ai requisiti di onorabilità,

professionalità e competenza degli esponenti dell'organo di amministrazione.

7. Non può trascurarsi di osservare, tuttavia, che il nostro Paese, come si è detto in precedenza, ha provveduto con notevole ritardo a dare attuazione all'orientamento disciplinare europeo. Tale perplessità è resa significativa dal fatto che il legislatore nazionale ha implicitamente riconosciuto tale carenza interventistica nell'art. 10, comma primo, lett. g, della legge 22 aprile 2021, n. 53, con cui è stata data delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea. Infatti, come è dato leggere in questa disposizione, «nell'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva (UE) 2019/878 [...] e per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2019/876» devono essere apportate alla «disciplina in materia di assetti proprietari contenuta nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia [...] e nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria [...] le modifiche volte ad assicurarne la conformità agli orientamenti delle Autorità di vigilanza europee in materia e, in particolare, alle previsioni riguardanti l'individuazione delle partecipazioni rilevanti acquisite in via indiretta e tramite patti parasociali».

Se ne deduce la presa d'atto del nostro legislatore della necessità di colmare un vuoto della regolazione nazionale, forse dovuto all'intento di procrastinarne l'adeguamento agli accordi internazionali ed agli sviluppi normativi attuati dall'Unione. Tale intento, con tutta probabilità, riflette la preoccupazione di andare incontro ad incertezze interpretative dovute vuoi alla presenza di interventi (in materia) della BCE parametrati su realtà disciplinari diverse da quella italiana, vuoi al fatto che si è forse ritenuto opportuno soddisfare preventivamente l'esigenza di procedere alla luce di *consultazioni* poste in essere tra gli appartenenti al settore.

Ciò posto, è evidente che si è reso indispensabile attuare una modifica disciplinare della materia in esame nel momento in cui l'applicazione in altri Stati membri di criteri ordinatori particolarmente rigidi (quale, ad esempio, il

*moltiplicatore*, di cui si dirà in appresso) rischiava di sottrarre al vaglio autorizzativo dell'autorità di vigilanza situazioni che di certo incidono sulla coerenza della catena del controllo societario. Pertanto, deve ritenersi apprezzabile la circostanza di essere addivenuti, nel presente, ad una revisione sistematica dell'attuale regolazione degli assetti proprietari degli enti bancari volta a favorire l'omogeneità, l'unitarietà e la comparabilità delle regole in ambito UE; revisione che è stata poi completata con la emanazione di disposizioni di normativa secondaria da parte della Banca d'Italia, alla quale il d.lgs. n. 182 fa ampio rinvio.

Non si può nascondere, tuttavia, che detto assetto organizzativo dei profili tematici in parola, per le ragioni dianzi esposte, è costituito da un insieme eterogeneo di provvedimenti, nel tempo stratificati a livello di normativa secondaria, i quali per la loro provenienza dall'autorità di settore fanno sì che venga ascritto a quest'ultima un ruolo primario nella definizione del quadro normativo.

Si pone, quindi, la questione della specificità del rapporto tra le 'istruzioni di vigilanza' emanate dalla Banca d'Italia e gli orientamenti del diritto europeo, potendo ipotizzarsi che l'autorità UE, in un contesto disciplinare come quello sopra delineato, sia vincolata alla osservanza di una regolazione adottata in sede domestica dal nostro Paese; donde il connesso problema di configurare l'atteggiamento che, in siffatta circostanza, possa essere tenuto dalla BCE. Sul punto appare condivisibile la tesi sostenuta dalla dottrina che ha richiamato il potere spettante a quest'ultima di disapplicare i provvedimenti con efficacia normativa emessi dalle autorità nazionali ove venga rilevata una loro discordanza rispetto alle indicazioni UE (Romagnoli); ciò, dovendo ravvisarsi, nel caso di inosservanza delle raccomandazioni europee, gli estremi che integrano una violazione degli obblighi derivanti dai Trattati, donde l'ovvia possibilità di attivare adeguate impugnative in linea con l'orientamento della Corte di Giustizia che ha previsto l'assoggettamento al vaglio del giudice europeo dei provvedimenti nazionali (decisione 19/12/2018, C - 219/17).

Ed ancora, ulteriori argomentazioni critiche in ordine alla applicazione della

disciplina in esame sono fornite da un'attenta dottrina che ha effettuato una puntuale analisi del complesso dispositivo riguardante le 'norme di transizione', destinate ad accompagnare il passaggio al nuovo regime con una regolamentazione a tempo (Guarracino). Questa ultima, infatti, dovrebbe presentare le caratteristiche proprie del diritto *intertemporale*, qualificandosi per la sua intrinseca capacità di rispondere alle particolari esigenze che si pongono nella fase di transizione ad una nuova disciplina.

Per converso - nonostante su un piano formale si rinvenivano disposizioni che circoscrivano l'applicazione delle previsioni normative di cui trattasi alla data di entrata in vigore di tale complesso dispositivo -, la presenza di un'ampia serie di «salvezze» (ad esempio: i procedimenti di autorizzazione ancora *in itinere*) sottrae numerose fattispecie ai rigori della disciplina prevista dal d. lgs. n. 182 del 2021 e dalle norme di attuazione emanate dalla Banca d'Italia. È evidente come detta peculiarità individui uno dei profili più importanti dell'intervento legislativo in parola in quanto, protraendo nel tempo, anche dopo la data del 1° gennaio 2023, la validità del comparto normativo previgente, finisce sul piano delle concretezze con l'attenuare (*rectius*: vanificare) la rilevanza del cambiamento che si è inteso proporre. Ciò palesa, altresì, un'opzione politica sostanzialmente legata alla intenzione di rinviare l'adeguamento alle indicazioni delle ESAs seguita dall'autorità di settore; essa, peraltro, appare per certi versi più significativa rispetto a quest'ultima

Sotto altro profilo, va osservato che la tempistica e le modalità con cui il nostro legislatore ha posto rimedio all'introduzione nel nostro ordinamento delle 'indicazioni' delle ESAs interagisce sul ruolo e sulla tipologia di intervento riconosciuti dai Trattati UE alle autorità del SEVIF. È il caso di far presente che a queste ultime è consentito l'esercizio di un 'potere di indirizzo' che, per solito, non è destinato a tramutarsi in provvedimenti di normativa primaria e secondaria; per converso, nella fattispecie che qui ci occupa si è dato vita ad un *iter* procedimentale nella applicazione degli orientamenti europei che finisce con l'ascrivere valenza

legislativa agli interventi di ‘autorità minori’, ipotesi regolamentare che alcuni lustri or sono veniva rappresentata da un attento studioso il quale ne aveva prefigurato l’esistenza analizzando la struttura di vertice del sistema finanziario europeo (Troiano V.).

Per concludere sul punto può ribadirsi, dunque, che viene ascritta nuova centralità all’azione dell’autorità di settore, essendosene ampliate le competenze in un contesto disciplinare che, grazie a disposizioni di natura transitoria in senso improprio, appare destinata a protrarne nel tempo la vigenza. Sicché quest’ultima - fruendo di una regolazione ispirata ad una logica ‘gattopardesca’ - potrà ancora esercitare a lungo un ruolo decisivo *in subiecta materia* nel mutato quadro delle ipotesi di acquisizione delle partecipazioni soggette ad autorizzazione, nonché dei casi d’influenza notevole e di assunzione involontaria di una partecipazione qualificata (con quel che ne consegue: presunzioni e indici relativi alle azioni di concerto, regole procedurali e criteri di valutazione dei progetti di acquisizione o incremento di partecipazioni, ecc.).

8. Volendo, infine, trarre qualche conclusione in ordine alle modifiche disciplinari degli assetti proprietari delle banche, può dirsi che primario intento del regolatore italiano è quello di assicurare che non fossero sottratte al vaglio preventivo dell’organo di vigilanza creditizia le operazioni di acquisizione di partecipazioni realizzate in via indiretta o sulla base di meccanismi convenzionali.

Da qui un primo risultato: la nuova normativa si propone di uniformare - sia pure in ritardo rispetto agli orientamenti europei - la nostra regolazione alle indicazioni del legislatore UE (desumibili dal *considerando* n. 22 del reg. UE 1024/2013) di tener ferma la solidità finanziaria della proprietà della banca; obiettivo da considerare primario nella materia in esame, come del resto è stato recentemente confermato dalla sentenza del Tribunale UE 11 maggio 2022 (causa T-913/16) nella quale si ribadisce che la procedura di autorizzazione mira ad «assicurare che la proprietà di un ente creditizio rimanga idonea e solida».

Ne consegue che l'applicabilità di tale procedura non può essere condizionata da ipotizzabili limitazioni ad una compiuta valutazione delle relazioni di interdipendenza che possono rinvenirsi tra i soggetti che connotano una catena partecipativa. Si comprende, quindi, la ragione per cui la normativa si sofferma sulla individuazione del *fattore rilevante* ai fini della possibile definizione di un'operazione di acquisizione di partecipazioni come "qualificata". Non a caso alla individuazione dei differenti livelli dimensionali di quest'ultima (inclusi tra il 10 e il 50% del capitale sociale della banca) ovvero della possibile riconducibilità alla medesima di una «influenza notevole», fa seguito l'identificazione delle principali ipotesi tipologiche da ricondurre in ambito autorizzatorio, in relazione alle finalità avute di mira dal complesso normativo che ci occupa; ciò avendo riguardo, in particolare, alle fattispecie partecipative *indirette* e di *concerto*.

Si è realizzata in tal modo una costruzione disciplinare nella quale l'obbligo di richiedere l'autorizzazione è posto a carico anche dei soggetti che non sono titolari delle partecipazioni in un ente creditizio, ma dispongono - in via diretta o indiretta - dei diritti di voto in quest'ultima per effetto di rapporti diversi. Siamo, quindi, in presenza di una ipotesi legislativa coerente con l'adeguamento della regolazione alle molteplici situazioni riscontrabili nella realtà fattuale, le quali a lungo sono state sottratte ai rigori degli accertamenti connessi al rilascio di autorizzazioni da parte delle autorità. Ciò non esclude, peraltro, in prospettiva di guardare alla possibilità di integrare e migliorare gli esiti dell'attuale elaborazione normativa, come del resto sembra evincersi da alcuni significativi segnali desumibili vuoi dalle indagini svolte dalla «Commissione parlamentare d'inchiesta sulle banche», vuoi dalla menzionata decisione del Tribunale europeo.

Ci si riferisce, in primo luogo, alla necessità puntualizzata dalla nominata Commissione di procedere ad un consolidamento strategico della industria finanziaria italiana, in vista del suo rafforzamento, al quale deve ritenersi strettamente correlata una ottimale regolazione degli assetti proprietari delle banche. È evidente, altresì, come quest'ultima debba essere riguardata nel suo



dinamico divenire e, dunque, estesa a profili disciplinari che oggi non sono stati espressamente presi in considerazione.

In particolare, si ha riguardo alla possibilità di addivenire ad una maggiore specificazione delle fattispecie che possono essere catalogate come una forma di acquisizione di una partecipazione qualificata e, dunque, sottoposte alle verifiche di vigilanza da effettuare in sede di rilascio dei provvedimenti autorizzativi più volte menzionati. Sul punto è bene tener conto, come si è dianzi anticipato, di alcune precisazioni contenute nella citata sentenza del Tribunale UE, nella quale si sottolinea che la nozione di «acquisizione di partecipazione rilevante non guarda soltanto alla sostanza economica, ma anche a qualche altro tipo di sostanza», che possa interferire con gli scopi dei controlli *in subiecta materia*.

Da qui l'apertura alla valutazione di un'ampia gamma di situazioni che possono interagire con i predetti scopi, come ad esempio la riferibilità della entità della partecipazione alla "dimensione aziendale" dell'ente creditizio cui è rivolto l'interesse degli acquirenti e al "frazionamento" del capitale sociale di quest'ultimo. Il riferimento a siffatte situazioni dovrebbe comportare un'integrazione della valutazione concernente la rilevanza partecipativa, volta ad accertare la reale sussistenza nelle fattispecie in esame della capacità di esercitare un'influenza notevole sull'impresa bancaria.

Non v'è dubbio, infatti, che una 'partecipazione qualificata' di modesta entità (ad esempio: il 10%) assume specifico rilievo in presenza di un capitale fortemente frazionato. Analogamente, sembra ipotizzabile che l'orientamento verso la grande dimensione creditizia finisca, di sovente, con l'interagire in maniera negativa sulla configurabilità dei presupposti di un'influenza notevole, oltre ad essere negatorio del principio di proporzionalità ed a contraddire il criterio pluralistico che da sempre ha connotato il sistema bancario italiano.

A ciò si aggiunga la opportunità di rivedere il diniego, disposto in sede normativa, della esenzione dall'obbligo di autorizzazione per i soggetti intermedi delle catene partecipative; esonero che fu oggetto di un'apposita richiesta

effettuata nelle *consultazioni* preventive non accolta dal regolatore. A ben considerare, una linea dispositiva più favorevole all'industria finanziaria potrebbe venire incontro alle sollecitazioni degli appartenenti al settore ipotizzando una limitazione di detto obbligo ai soli partecipanti diretti e a coloro che sono al vertice della catena societaria; ciò tenendo conto che un effetto finale ugualmente soddisfacente ai fini delle valutazioni di vigilanza può essere conseguito se si riconduce la responsabilità dell'intero procedimento autorizzativo ad entrambe le categorie di soggetti sopra nominate.

Su un piano generale, l'indagine qui svolta ha messo in evidenza la possibilità che in talune occasioni si determinano ritardi - che generano incertezze - in ordine alle forme di interazione tra autorità di controllo, nazionale ed europea; da qui una problematica configurazione dei ruoli alle medesime ascrivibili con riguardo alla identificazione della disciplina applicabile. Ne consegue l'esigenza di superare eventuali difficoltà interpretative della nuova regolazione facendo ricorso ai principi indicati nei Trattati per l'individuazione del riparto di competenze tra le autorità che, all'interno dell'ordinamento finanziario UE, esercitano la vigilanza sugli appartenenti al settore.

Va da sé che il particolare contesto relazione nel quale operano i vertici delle istituzioni finanziarie europee potrà comportare una progressiva dilatazione, nella giurisprudenza sovranazionale, dell'ambito applicativo riconosciuto al diritto dell'Unione. Ciò, dando vita - tra l'altro - ad una problematica ricerca delle modalità tecniche che consentano di disattendere la riferibilità al medesimo, alla quale fa riscontro, sul piano processuale, la possibilità di impugnative o rimedi volti ad ostacolare la propensione dell'autorità UE a seguire dinamiche espansive nella diretta azionabilità dei propri poteri.

Di fondo, tenuto conto del menzionato tenore dispositivo della disciplina transitoria che accompagna il d. lgs 182, sorgono significative perplessità in ordine alla reale volontà del regolatore nazionale di dar corso ad una profonda modifica della normativa sottoposta a revisione. La vicenda della mancata correlazione - ad

oggi - tra gli interventi autorizzativi previsti per l'acquisto *tout court* delle partecipazioni (di competenza della BCE) e quelli riguardanti la mera detenzione delle medesime (attualmente riconducibili alle disposizioni della Banca d' Italia) è indicativa di quanto lungo e difficoltoso sia il cammino verso congrue soluzioni di adeguamento disciplinare.

La recente proposta di direttiva CRD VI, di cui in precedenza si è detto, sembra tuttavia orientata a cogliere le istanze per la definizione di un puntuale 'ambito di applicazione' dei due diversi provvedimenti abilitativi, la quale del resto già risulta predisposta per le 'compagnie di assicurazione' (v. art. 3 del regolamento Ivass n. 10 del 22 dicembre 2015). È appena il caso di aggiungere che una chiarificazione siffatta appare indispensabile anche nella disciplina speciale creditizia in quanto solo un raccordo normativo che riconduca ad «unità» il rilascio delle autorizzazioni in parola, potrà *conciliare* la nuova disciplina *ex d. lgs. n. 182* con l'acquisto di partecipazioni destinate alla realizzazione di operazioni di salvataggio bancario (frequentemente attuate nel nostro Paese attraverso l'integrazione partecipativa di banche *in bonis* con altre in conclamate situazioni di crisi).

**Francesco Capriglione**

**LA TUTELA STRAGIUDIZIALE IN AMBITO BANCARIO,  
FINANZIARIO E ASSICURATIVO: PROBLEMI E PROSPETTIVE \* \*\***

*(Out-of-court protection in banking, finance and insurance: problems  
and perspectives)*

**ABSTRACT:** *The essay offers some considerations on the recent reform of civil justice in the Italian legal system, with particular regard to the forms of extrajudicial protection. To this end, the current ADR system in the banking, financial and insurance fields is considered a positive model that inspired certain aspects of the reform, with a view to ensuring an ever greater degree of efficiency of procedures.*

**SOMMARIO:** 1: Premessa. – 2. Il problema dell'efficienza della giustizia civile nell'ordinamento italiano e la recente riforma. – 3. I lavori della Commissione Luiso e gli strumenti di ADR e l'arbitrato nell'attuazione della riforma. – 4. Il modello positivo degli strumenti di ADR nel settore dei mercati finanziari.

1. Nel fare il punto sulle modalità alternative di risoluzione delle controversie in ambito bancario, finanziario e – si spera a breve – assicurativo, risulta di estrema attualità la riforma in atto della giustizia civile: il Convegno annuale organizzato con la Consob è, quindi, molto tempestivo perché il 10 ottobre è stato approvato il decreto delegato (d.lgs. 149/2022)<sup>1</sup> di attuazione della legge delega in materia di riforma, appunto, della giustizia civile<sup>2</sup>. Si farà, quindi, necessariamente fare riferimento alle disposizioni del nuovo decreto e alla riforma della giustizia civile in tema

---

\*Contributo approvato dai revisori.

\*\*Il presente scritto, con l'aggiunta delle note a piè di pagina, costituisce la rielaborazione dell'intervento al Convegno «Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?», organizzato dalla Consob e dall'Università “La Sapienza” di Roma e tenutosi il 24 ottobre 2022.

<sup>1</sup> Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 243 del 17 ottobre 2022 (Suppl. ord. n. 38/L).

<sup>2</sup> Legge 26 novembre 2021, n. 206, recante delega al Governo per l'efficienza del processo civile e per la revisione della disciplina degli strumenti di risoluzione alternativa delle controversie e misure urgenti di razionalizzazione dei procedimenti in materia di diritti delle persone e delle famiglie nonché in materia di esecuzione forzata.

di ADR, per poi concludere con i profili di interesse e di collegamento con lo stato delle procedure di risoluzione alternativa delle controversie in ambito finanziario<sup>3</sup>.

Sia consentito premettere un breve ricordo: si parla tanto di efficienza di giustizia civile, ormai da moltissimi anni, e quando io arrivai giovanissimo in Banca d'Italia, mi assegnarono a lavorare in un ufficio molto vicino all'Ufficio neocostituito di Diritto dell'economia, in cui i Colleghi conducevano ricerche sui temi di diritto per l'economia. Uno di questi temi riguardava l'efficienza della giustizia civile<sup>4</sup>: i Colleghi cercavano di interpretare i numeri che si presentavano - allora forse ancora più disastrosi di adesso - e cercavano di individuare quelle che potevano essere possibilità di miglioramento del sistema, anche guardando al dato comparato e osservando gli ordinamenti e le soluzioni provenienti dai Paesi esteri. Già all'epoca iniziavo a farmi un'idea, parlando con i Colleghi, leggendo i primi contributi di studio della Banca d'Italia sull'efficienza della giustizia civile<sup>5</sup>. Discutendo, una prima idea che mi feci fu che il problema della nostra giustizia civile non dipendeva dalle norme, cioè non era

---

<sup>3</sup> Per cui v. M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007 e, più di recente, G. CARRIERO, *ABF e principali ADR in materia finanziaria: profili comparatistici*, in *Contr. impr.*, 2018, 1, 35 ss.; S. COTTERLI, *ABF e tutela del cliente bancario*, in *Banca impr. soc.*, 2019, 2, 307 ss.; G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF: manifestazione di una "pedagogia"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, 6, I, 857 ss.; M.C. PAGLIETTI, *La riforma delle disposizioni ABF: una riflessione su legittimazione e giustizia procedurale degli Ombudsmen nei mercati regolati*, *ibidem*, 2022, 1, I, 160 ss.

<sup>4</sup> Cfr., *ex multis*, T. JAPPELLI - M. PAGANO - M. BIANCO, *Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets*, in *Journal of Money Credit and Banking*, 2005, 37 (2).

<sup>5</sup> V., ad esempio, A. CARMIGNANI - S. GIACOMELLI, *Too many lawyers? Litigation in Italian civil courts*, Temi di discussione della Banca d'Italia n. 745, 2010; S. GIACOMELLI - C. MENON, *Dimensione d'impresa ed efficienza della giustizia: evidenza dal tribunale del vicino*, Temi di discussione della Banca d'Italia n. 898, 2013, ove si osservava come, sebbene la letteratura economica non fornisca indicazioni univoche sulla relazione tra durata dei procedimenti e dimensioni d'impresa, "in generale, malfunzionamenti della giustizia riducono il grado di tutela dei contratti e, pertanto, disincentivano le relazioni contrattuali. Da un lato, ciò può indurre le imprese a integrarsi verticalmente, con effetti positivi sulle loro dimensioni; dall'altro, può avere effetti negativi, dovuti a una possibile riduzione dell'attività delle imprese, quali la rinuncia a nuovi investimenti e all'espansione delle relazioni commerciali. L'inefficienza della giustizia, inoltre, può determinare un peggioramento delle condizioni di finanziamento (dato che i creditori sono meno tutelati) e scoraggiare la crescita dell'occupazione (a causa dei costi e dell'incertezza connessi con la risoluzione delle controversie sui rapporti di lavoro), con ulteriori ripercussioni negative sulle dimensioni d'impresa".

un problema di normativa bensì di organizzazione e di managerialità nell'apprestare e organizzare il servizio della giustizia civile. Si osservava già allora che non si tratta in realtà di un problema di norme, che sono evidentemente uguali in tutta Italia; viceversa, i tempi delle procedure giurisdizionali divergono grandemente da distretto a distretto territoriale di Corte d'Appello. Il problema non consisteva, quindi, nella necessità di riforme normative ma di riforme dell'organizzazione giudiziaria. A questo problema oggi se ne aggiunge un altro, ossia la scarsità delle risorse strumentali attualmente assegnate al settore della giustizia civile. Con il passare degli anni è emersa una carenza di operatori del diritto, anche magistrati, di guisa che al problema di organizzazione e managerialità del "servizio giustizia" oggi si aggiunge anche un notorio problema di scarsità di risorse assegnate.

2. Fatto questo preambolo, si può passare a segnalare come si è arrivati all'attuale riforma della giustizia civile e in cosa consista l'attuale riforma con riferimento, in particolare, agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie. La legge 206/2021, analoga alla parallela riforma del processo penale (legge 134/2021), presenta un contenuto duplice, nel senso che contiene alcune norme di delega – attuate con i recentissimi decreti delegati – e norme di immediata entrata in vigore che hanno modificato immediatamente l'ordinamento giudiziario. La legge delega ha avuto un *iter* abbastanza complesso: il disegno di legge governativo, il n. 1662, era stato presentato al Senato dal Governo il 9 gennaio 2020 e, successivamente, con la formazione del nuovo Governo, il Ministro della Giustizia, a marzo 2021, aveva insediato un'apposita Commissione di studio presso il Ministero della Giustizia, affidata alla conduzione del Prof. Francesco Paolo Luiso. La Commissione Luiso ha lavorato alacremente e ha rassegnato la sua relazione. Gli esiti puntuali dei lavori della Commissione Luiso si sono concretizzati nella presentazione, da parte del Governo, di una serie di emendamenti al d.d.l. n. 1662. Si tratta di riforma scrit-

ta a livello governativo, che ha avuto un apporto consistente da parte di tecnici della materia, perché la Commissione Luiso era formata da magistrati e da avvocati, oltre che da accademici. Questi emendamenti sono stati approvati dalla Commissione Giustizia del Senato a settembre, precisamente nella seduta del 14 settembre 2021, e poi in Assemblea il Governo ha recepito tutte quelle proposte redigendo un maxi-emendamento, su cui è stata posta la questione di fiducia. Proprio perché è stato presentato un maxi-emendamento, la legge delega si presenta di un solo articolo composto da molti commi. Nella legge delega era indicato il termine ultimo di esercizio, un anno, quindi sarebbe scaduto il 24 dicembre del 2022, ma fortunatamente – si tratta di una novità su cui è bene attirare l'attenzione – è stato anticipato, perché la giustizia civile necessitava di un intervento immediato di riforma.

3. Come noto, tale termine di scadenza dell'esercizio della delega legislativa è stato anticipato perché si era in presenza di un vincolo esterno, indicato nel PNRR, derivante dalle prescrizioni del *Recovery Fund*. Si tratta di vincolo esterno fino a un certo punto, perché la riforma della giustizia era stata indicata dallo stesso legislatore italiano, in sede europea, come uno dei prerequisiti per utilizzare i fondi che sarebbero stati erogati dall'Unione europea. Vincolo quindi non esterno nel contenuto, perché il Governo italiano se l'è auto ricavato, ma vincolo esterno rispetto alla provvista finanziaria. Infatti, il PNRR aveva inserito – fortunatamente – la riforma della giustizia civile tra le riforme orizzontali, o di contesto, le quali, poiché interessano settori trasversali dell'ordinamento, riguardano tutti gli interventi previsti dal PNRR. Il termine entro cui dovevano essere realizzate le c.d. *milestone*, che riguardavano l'intervento di riforma della giustizia civile, avrebbe impattato sull'erogazione di tutti gli altri fondi del PNRR. Non c'era quindi un vincolo di progetto, ma di riforma strutturale, inserito nel PNRR. Come noto, il piano prevedeva una serie di traguardi (*milestone*). L'approvazione definitiva della legge delega do-

veva intervenire entro il quarto trimestre del 2021, obiettivo raggiunto dalla legge 206/2021. Il piano prevedeva, e prevede tutt'ora, che i decreti delegati dovevano essere emanati entro il quarto semestre del 2022, obiettivo anche questo raggiunto con l'emanazione del decreto 10 ottobre 2022, n. 149. Infine, nel piano è previsto che la riforma del processo civile – con l'adozione dei regolamenti e disposizioni attuative necessarie – debba acquistare efficacia entro il secondo trimestre del 2023, quindi entro il 30 giugno 2023. Tale termine è confluito sia nella legge delega che nel decreto delegato. A partire dal 2024, il PNRR prevede che si dovranno raggiungere gli obiettivi di riduzione dell'arretrato e gli obiettivi sui termini di durata massima dei tempi del processo civile. Si tratta di due sub-obiettivi, che possiamo identificare come obiettivi in concreto delle *milestone*. Si tratta di obiettivi di tipo sostanziale, che ci aspettano dal 2023 e poi, a regime, dal 2024. In particolare, si tratta dell'obiettivo M1 C1 43, che riguarda la riduzione dell'arretrato giudiziario dei tribunali ordinari civili in primo grado, che prevede la riduzione del 65% del numero di cause pendenti nel 2019 (337.740 cause) entro il quarto trimestre del 2024. L'obiettivo M1 C1 44 prevede la riduzione dell'arretrato giudiziario della Corte d'Appello, quindi secondo grado di giudizio, nella misura del 55% del numero di cause pendenti nel 2019 (cioè 98.371 cause). Si tratta di obiettivi molto ambiziosi rispetto all'arretrato. Obiettivi non meno ambiziosi sono quelli relativi alla riduzione della durata dei contenziosi. In questo caso, l'obiettivo M1 C1 45 prevede una riduzione del 40 % dei tempi di trattazione di tutti i contenziosi sia civili che commerciali rispetto al valore del 2019, quindi il termine di paragone si identifica nella durata media al 2019. Questi obiettivi sono fissati al secondo semestre del 2026, quindi al termine del PNRR. L'obiettivo M1 C1 47 prevede la riduzione dell'arretrato giudiziario del primo grado, nella misura del 90%, sempre nel 2026 e così anche l'obiettivo M1 C1 48. Evidentemente sono state conseguite le prime *milestone*, ora occorrerà lavorare per conseguire gli effetti di concreta riduzione dell'arretrato e dei tempi



dei processi civili.

Cosa si può fare? Il presidente Luiso, allorché ha rassegnato le sue conclusioni della sua relazione al Ministro della Giustizia, ha indicato fra le altre la via del potenziamento e della valorizzazione degli strumenti alternativi di risoluzione della controversia. L'ha fatto, iniziando anche lui da una memoria, cioè ricordando che sia nell'antico diritto romano, sia fino ai primi anni del '900, aveva una dignità ordinamentale, accademica, ma anche una dignità nella prassi, il contratto di risoluzione della controversia. Si trattava della modalità di risoluzione delle controversie convenzionali tra privati, senza intermediazione dell'autorità statale e quindi senza una necessaria mediazione del procedimento giurisdizionale<sup>6</sup>. A pag. 2 della sua relazione, il Presidente Luiso invita il Governo e gli organi competenti a rivalorizzare il contratto di risoluzione delle controversie, che è stato negletto nella seconda metà del '900, anche per una questione probabilmente di contesto, di estrema statalizzazione della funzione giurisdizionale. Viceversa, lo strumento dell'ADR si rivela centrale, sia a livello pratico – per il conseguimento degli obiettivi precedentemente indicati – sia nell'ottica di un'autonomia delle parti, dei cittadini e delle imprese nel risolvere, anche celermente, le controversie che vertono su diritti di cui hanno la piena disponibilità.

Come si procede? La Relazione Luiso evidenzia che non è possibile scardinare l'ordinamento e tutto il procedimento giudiziario, orientandolo verso le ADR. Tuttavia, è già riconosciuta un'equivalenza del lodo arbitrale rispetto agli effetti della sentenza (art. 824-*bis* c.p.c.). La commissione, quindi, avanza proposte dirette a valorizzare lo strumento dell'arbitrato, ma soprattutto ad accrescere la fiducia di cittadini e imprese nei confronti dell'arbitrato, che verrà tanto più utilizzato quanto maggiore sarà la fiducia dei cittadini come strumento alternativo a quello giurisdizionale.

---

<sup>6</sup> Cfr. G. CRIFÒ, voce *Arbitrato*. a) *Diritto romano*, in *Enc. dir.*, 1958, 893 ss.; G. BUIGUES OLIVER, *La solución amistosa de los conflictos en el derecho romano: el arbiter ex compromisso*, Madrid, 1990.

zionale. La prima proposta è quella di aumentare se non l'indipendenza dell'arbitro quanto meno l'apparenza di indipendenza dell'arbitro, di fronte alle parti e ai cittadini, garantendo una maggiore affidabilità degli arbitri come decidenti terzi e imparziali, con un sistema di *disclosure* ulteriore rispetto a quello esistente.

Un'altra via, proposta dalla commissione, per aumentare tale fiducia e quindi l'appetibilità dello strumento arbitrale è quella di attribuire anche all'arbitro il potere cautelare, sul presupposto che il giudizio arbitrale è celere ma ha una certa durata nel tempo, durante la quale la tutela dei diritti potrebbe essere esposta a pregiudizio. Si invita pertanto ad assegnare anche all'arbitro un potere cautelare, mitigato dalla previsione di un controllo giurisdizionale, con possibilità di reclamo all'autorità giudiziaria.

Oltre all'arbitrato, la commissione Luiso propone di rafforzare la mediazione e la negoziazione assistita. Per la mediazione, c'è la consapevolezza di dover promuovere l'utilizzo di tale strumento, mediante una serie ulteriore di incentivi economici e fiscali, specie per le imprese. Ci sono vari temi rilevanti, tra cui quello del rimborso delle spese sostenute in sede di mediazione, in caso di pubblicazione sostanziale del giudizio di fronte al giudice. Vi è il tema della semplificazione della procedura di mediazione, che è abbastanza complesso. Un altro tema molto rilevante, sempre relativo alla mediazione, riguarda la partecipazione della pubblica amministrazione sia alla procedura che agli accordi di mediazione. Chi pratica tali strumenti come professionista del Foro sa che i funzionari della P.A. tendono a non presentarsi in sede di mediazione, ovvero a non stipulare accordi in sede di mediazione, per timore di responsabilità erariale.

La Legge delega accoglie tutti tali suggerimenti, da qui l'art. 1, comma 15, l. 206/2021, che detta una serie di criteri e principi direttivi, poi accolti dall'art. 43, commi da 45 a 56, del decreto delegato in materia di arbitrato. Sintetizzando brevemente su tali norme, è possibile evidenziare i seguenti punti. Se l'obiettivo è raf-

forzare l'imparzialità e indipendenza dell'arbitro, reintroducendo la facoltà di riconsiliazione per gravi ragioni di convenienza, è previsto l'obbligo di rilasciare, al momento di accettazione della nomina, una dichiarazione che contenga tutte le circostanze di fatto rilevanti ai fini delle richiamate garanzie, prevedendo l'invalidità dell'accettazione, nel caso di omessa dichiarazione, nonché la decadenza nel caso in cui al momento di accettazione della nomina l'arbitro abbia omesso di dichiarare le circostanze che possano essere fatte valere come motivo di riconsiliazione ai sensi dell'art. 815 c.p.c. (*i.e.* l'obbligo di *disclosure* precedentemente accennato).

Una seconda direttrice è quella di prevedere, in modo esplicito, l'esecutività del decreto con cui il Presidente della Corte d'Appello dichiara l'efficacia del lodo straniero con contenuto di condanna. Una norma tecnica che, evidentemente, è necessaria soprattutto per quanto riguarda gli operatori esteri e le imprese che investono in Italia.

Altra direttrice è quella di prevedere l'attribuzione agli arbitri rituali del potere di emanare misure cautelari, nell'ipotesi di espressa manifestazione di volontà delle parti in tal senso. Quindi, il potere cautelare può essere attribuito solo se le parti sono d'accordo. Tale consenso deve essere manifestato nella convenzione di arbitrato, o in atto scritto successivo. Si mantiene intatto in capo al giudice ordinario il potere cautelare, nei soli casi di domanda anteriore all'accettazione degli arbitri. Viene disciplinato il reclamo cautelare dinanzi al giudice ordinario per i motivi di cui all'art. 829, primo comma, c.p.c., nonché per contrarietà all'ordine pubblico. Le modalità di attuazione del potere cautelare sono rimesse al controllo del giudice ordinario.

Viene ridotto a sei mesi il termine lungo, previsto dall'art. 828, comma 2, c.p.c., per la proposizione dell'impugnazione di nullità del lodo rituale. Si prevede, poi, in prospettiva di riordino organico della materia e di semplificazione, l'inserimento nel codice di procedura civile delle norme relative all'arbitrato socie-

tario e, conseguentemente, si abrogano tali norme nella loro attuale sede. Si prevede la reclamabilità dell'ordinanza che decide sulla sospensione della delibera societaria; si disciplina, sulla base delle indicazioni sia della Corte di Cassazione che della Corte Costituzionale nel 2013, la *traslatio iudicii* tra giudizio arbitrale e giudizio ordinario, e viceversa. Da ultimo è previsto che le nomine degli arbitri, da parte dell'autorità giudiziaria, siano improntate a criteri che assicurino la trasparenza, la rotazione e la piena efficienza. Tutte queste innovazioni sono previste in ottica di maggiore efficienza dell'arbitrato, di conferire maggiore fiducia da parte di cittadini e imprese e di utilizzare tale strumento in funzione deflattiva dell'attuale carico giudiziario.

4. Con riguardo agli strumenti di ADR nel settore bancario, finanziario e assicurativo, una prima considerazione riguarda il ruolo di "apripista" che essi hanno giocato e la prassi che hanno consolidato anche nei confronti della riforma delle ADR nell'ambito della giustizia civile. Questo viene riconosciuto espressamente ed è una grande soddisfazione per coloro che praticano le ADR nel settore bancario, finanziario e assicurativo. L'esempio positivo è stato dirimente anche per addivenire a questa riforma dell'ordinamento giudiziario.

A questa prima affermazione è possibile ricollegare vari corollari.

Quando fu istituito l'ABF vi era stata qualche critica sul ruolo che le Autorità di regolamentazione e vigilanza competenti svolgevano rispetto all'assistenza agli organi di risoluzione dell'ABF. In particolare, qualcuno riteneva che il ruolo di segreteria svolto dagli uffici della Banca d'Italia, rispetto all'ABF, potesse avere riflessi negativi sull'indipendenza del giudizio dell'organo. Così non è stato, anzi il modello di assistenza della segreteria degli uffici di Banca d'Italia rispetto all'ABF, così come quello della Consob rispetto all'ACF, è stato uno dei modelli preso a riferimento nella riforma dell'Ufficio per il processo. Un risultato *per tabulas* eccezionale: il ri-

conoscimento della funzione virtuosa che organismi tecnici possono avere nel supportare il giudice nel formulare il suo giudizio, che resta sempre indipendente, ma viene sollevato in aspetti che non impegnano la sua imparzialità e terzietà.

Un'altra osservazione, guardando il *decisum* dell'ABF e ACF, permette di rilevare che da una situazione di straordinarietà del *thema decidendum*, collegato alle varie crisi del 2015/2016 (nei casi di risparmio tradito, delle banche mosse in risoluzione), si è giunti a una situazione in cui il *thema decidendum* contingente è stato superato. Attualmente pare che gli arbitri si stiano focalizzando sull'ordinario buon funzionamento dei rispettivi mercati. L'esame dei reclami, dei ricorsi e, infine, delle decisioni degli arbitri dà all'operatore del diritto, nonché all'accademico che vuole farsi un'idea delle problematiche giuridiche, un quadro fedele del diritto bancario e finanziario in divenire, non legato a tematiche contingenti di tipo straordinario.

Una terza riflessione riguarda il rapporto con l'autorità giurisdizionale, formalmente inesistente, ma che si configura in concreto con riguardo agli indirizzi e orientamenti adottati dagli arbitri. Spesso gli arbitri decidono su un tema che è nuovo e che non è mai stato portato all'evidenza di giurisprudenza precedente; quindi, con la loro capacità di giudizio tecnico, formano precedente sul tema specifico. Il giudice è grandemente coadiuvato allorquando gli pervenga il medesimo tema dall'analisi dell'arbitro o, in alcuni casi, del Collegio di coordinamento dei vari arbitri presenti sul territorio, che esercita una sorta di nomofilachia della funzione arbitrale in tale ambito.

Un'altra osservazione riguarda l'ACF, nella cui relazione annuale per il 2021 si ha modo di leggere che la media delle richieste e risarcimenti accordati è divenuta abbastanza elevata. Questa non è più una circostanza contingente o straordinaria, ma si è stabilizzata, ed è un indice dell'individuazione e considerazione da parte di cittadini e imprese degli arbitri come soggetti altamente professionali, a cui si può dar fiducia per la soluzione di controversie che hanno peso elevato. Un indice che

testimonia ciò è dato dal fatto che il 70% dei ricorsi presentati all'ACF è assistito da patrocinio legale: non è più il piccolo consumatore che per microconflittualità si rivolge all'arbitro, ma si è in presenza di una configurazione di un soggetto professionale che decide su controversie di valore anche stabilmente elevato, anche avendo di fronte il patrocinio di professionisti del libero Foro. Il confronto, quindi, attraverso cui si formano tali decisioni diventa di elevato livello professionale e tecnico.

In conclusione, qualche rapida osservazione sulla problematica dell'esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari. Nella relazione dell'ACF si legge che il tasso di adesione volontaria è del 97%, quindi evidentemente un tasso di conformazione altissimo, assente in tutti gli altri tipi di sistemi decisorii su conflitti riguardanti i cittadini. La problematica dell'intermediario che resta inadempiente a un particolare tipo di problema, quindi, appare abbastanza recessiva.

Inoltre, dalla prassi emergono altre funzioni esercitate dagli arbitri. La prima riguarda l'elaborazione di orientamenti, prassi del settore, utilmente impiegabili dagli uffici *compliance* degli intermediari: emerge quindi una funzione di guida degli arbitri, funzione che al momento della nascita dell'ABF si era prevista e teorizzata.

Un'altra funzione preziosa degli arbitri si ravvisa non solo rispetto agli intermediari, ma anche rispetto ai cittadini e ai risparmiatori/investitori, quale strumento di educazione finanziaria. Da questo punto di vista ci sono già lavori in corso: trasformare il *decisum* in insegnamenti di educazione finanziaria fruibili, come fa ad esempio la Banca d'Italia attraverso il suo sito *web*, sarebbe un ulteriore utile servizio per la collettività dei risparmiatori e degli investitori.

**Domenico Siclari**

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

## NUOVI ORIZZONTI PER UNA FINANZA REALMENTE SOSTENIBILE \*

*(New Horizons for Truly Sustainable Finance)*

**ABSTRACT:** *Sustainable finance is an essential component of the sustainable transition. The protection of interests related to the pursuit of sustainability objectives must be pursued through rules that increase awareness of change in terms of risks and changing needs of banking and financial governance, while at the same time favoring an evolution of supervision. In particular, there is a need for an evolution of the legislation that takes greater account of the social dimension in the context of sustainable activities and services, to achieve a balance between environmental protection, economic development and social well-being, equally distributed.*

**SOMMARIO:** 1. Inquadramento del tema e sviluppo dell'indagine – 2. Il concetto di “finanza sostenibile” nel settore bancario e finanziario – 3. Benefici degli investimenti sostenibili nella performance finanziaria aziendale – 4. Rischi della sostenibilità finanziaria e “idoneità” degli intermediari – 5. Nuovi orizzonti della vigilanza finanziaria – 6. Normativa di riferimento – 7. Conclusioni: la finanza sostenibile strumento essenziale per il perseguimento di obiettivi “reali” di sostenibilità.

1. La cd. “finanza sostenibile” è un tassello fondamentale per il perseguimento della transizione dell'economia in direzione dell'attuazione concreta del principio dello sviluppo sostenibile, sia a livello internazionale ed europeo che in ambito nazionale<sup>1</sup>.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> «In essence, sustainable development is a process of change in which the exploitation of resources, the direction of investments, the orientation of technological development, and institutional change are all in harmony and enhance both current and future potential to meet human needs and

Le connessioni tra il concetto di finanza sostenibile e la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità inducono a constatare una radicale evoluzione degli interessi da tutelare nel settore finanziario. La protezione di tali interessi va perseguita mediante regole che accrescano la consapevolezza del cambiamento in termini di rischi, di valori e di mutate esigenze di *governance* bancaria e finanziaria, favorendo al tempo stesso un'evoluzione della vigilanza idonea ad enfatizzare il ruolo cruciale della finanza per il raggiungimento di obiettivi "reali" di sviluppo sostenibile<sup>2</sup>.

Dopo aver definito i caratteri principali della finanza sostenibile, nel presente studio esamineremo le particolari connotazioni dei rischi finanziari legati alla sostenibilità e della gestione bancaria che deve derivarne. Conseguentemente, tratteremo le relative prospettive di sviluppo nel settore della vigilanza e della regolazione, soffermandoci infine sul quadro normativo di riferimento in materia di finanza sostenibile ed evidenziandone gli aspetti critici in funzione di una concreta realizzazione degli obiettivi di sostenibilità.

2. La "finanza sostenibile" è l'attività finanziaria finalizzata alla realizzazione di obiettivi di sviluppo sostenibile. Essa implica l'impiego di capitali per lo sviluppo

---

aspirations» (*cors. nostro*): cfr. BRUNDTLAND Report, *Our Common Future*, 1987, part. I, chapter 2, I, 15.

<sup>2</sup> Per approfondimenti recenti sul tema oggetto di indagine si veda, in particolare, BOFFO, PATALANO, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD, Paris, 2020; BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, *EBI Working Paper Series*, n. 70/2020; AA.VV., *La finanza per lo sviluppo sostenibile: Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, CONSOB, giugno 2021; BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercato nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021, p. 197 ss.; LA TORRE, CHIAPPINI, *Sustainable Finance. Emerging Challenges and Opportunities*, in LA TORRE, CHIAPPINI (eds.), *Contemporary Issues in Sustainable Finance. Financial Products and Financial Institutions*, London, 2021, p.1 ss.; DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2022; FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile e proposte normative in tema di European Green Bond e tassonomia*, in *Il diritto dell'economia*, n. 1/2022, pp. 45 ss.; SANNA, *La finanza sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, p. 215 ss.



di attività aventi un impatto positivo sull'ambiente, sulla società e sulle generazioni future, allo scopo di generare valore nel lungo periodo sia in termini economici che di sostenibilità<sup>3</sup>.

Gli investimenti sostenibili sono convenienti per le aziende che realizzano l'attività finanziata, per gli investitori e per la società, generando un valore aggiunto che diventa sempre più rilevante man mano che la realizzazione concreta degli obiettivi di sostenibilità incrementa le scelte dei consumatori nei confronti delle relative attività. Tale meccanismo innesca un circuito di guadagno "virtuoso" e, nel lungo periodo, decisamente maggiore rispetto a quello prodotto da attività non sostenibili<sup>4</sup>.

La convergenza di interessi pubblici e privati nel concetto di finanza sostenibile è determinata da diversi fattori.

In primo luogo, la necessità di coinvolgere i privati negli obiettivi di sviluppo è generata dalla scarsità di risorse pubbliche, insufficienti a conseguire i risultati prefigurati a livello di politiche amministrative. D'altra parte, sia gli investitori che le aziende ottengono notevoli risultati positivi dal perseguimento delle attività sostenibili, tra i quali emergono i cd "effetti reputazionali", che scaturiscono dal rispetto dei principi relativi alla responsabilità ambientale e sociale di impresa ed

---

<sup>3</sup> Con riferimento all'industria finanziaria la crisi, la pandemia, i cambiamenti climatici hanno evidenziato in misura sempre maggiore i «limiti di un modello organizzativo nel quale la logica del benessere, declinata nelle modalità tipicamente proprie di un capitalismo avanzato, ha assunto un ambito prospettico negativo»: cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 24. La finanza sostenibile rappresenta una reazione concreta ai limiti evidenziati dell'attività bancaria e finanziaria. Per un monitoraggio sulla crescita interna ed europea degli investimenti sostenibili nell'ultimo biennio si veda CONSOB, *Principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e criptoattività*, giugno 2022.

<sup>4</sup> Alle autorità di regolamentazione è demandato, dunque, il compito di delineare una normativa (e a quelle di vigilanza di facilitarne l'attuazione) finalizzata ad arginare i rischi correlati al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, individuandoli e presidiandoli mediante una sempre più proficua cooperazione con la *governance* del settore finanziario che incoraggi una maggiore competenza e professionalità degli intermediari nella realizzazione della transizione sostenibile. In tal modo, artefice principale della creazione di un valore aggiunto in termini di sostenibilità e di profitto "eticamente corretto", il comparto finanziario tornerà protagonista di una "sana e prudente" gestione di risparmi e investimenti, essenziale per garantire una ripresa della società equa e inclusiva.

accrescono il consenso del pubblico, con conseguenti ricadute anche sul piano economico<sup>5</sup>.

La confluenza di finanziamenti pubblici e privati in funzione di una maggiore sostenibilità è accompagnata da un'evoluzione degli stessi obiettivi di finanziamento, sempre più orientati verso il conseguimento di finalità di natura sociale e di *governance*, oltre che prettamente ambientali.

Peraltro, affinché gli investimenti diano un impulso effettivo alla realizzazione di risultati concreti in termini di sostenibilità è necessario individuare dei criteri univoci che delineino la sostenibilità degli investimenti e delle attività economiche. Ciò risulta indispensabile anche per disegnare un quadro normativo che conferisca certezza giuridica per gli investitori, mediante la garanzia che i capitali investiti confluiranno in attività realmente sostenibili.

In tale contesto, i criteri "ESG" (*Environment, Social and Governance*) rappresentano degli indicatori che consentono di esaminare l'attività di un emittente, sia privato che pubblico, oltre che in relazione agli aspetti finanziari, anche sotto il profilo ambientale, sociale e di buona *governance*. La gestione di capitali con strategie d'investimento sostenibile e responsabile, in continuo aumento, sempre più spesso prende in considerazione detti criteri.

Con l'acronimo ESG, nell'ambito della valutazione relativa ad investimenti responsabili ci si riferisce all'impatto di determinate attività su ambiente e territorio, a quello sociale, nonché agli aspetti gestionali di tali attività.

Il primo criterio descrive numerosi parametri come l'attenzione al cambiamento climatico, alla sicurezza alimentare, al contenimento delle emissioni di anidride carbonica, ovvero ai tentativi di ridurre l'utilizzo delle risorse naturali.

---

<sup>5</sup> Per approfondimenti sull'attività delle imprese mirata al perseguimento della sostenibilità si rinvia a GILLAN, KOCH, STARKS, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66, 2021, 101889, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119921000092>; nonché a CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 1/2022, p. 1 ss.

Il secondo criterio riguarda la misura in cui tale attività contribuisce al benessere degli abitanti del territorio nel quale essa si svolge, in primo luogo alla qualità della vita, nonché a tutte le componenti che possono contribuirvi, come la disponibilità di beni e servizi adeguati (tra i quali riveste un ruolo cruciale l'energia), la sicurezza, il rispetto dei diritti umani, delle condizioni di lavoro e del principio di non discriminazione.

Il terzo criterio si riferisce a tutti gli aspetti relativi alla *governance*, con le relative responsabilità.

L'utilità degli indicatori ESG è direttamente proporzionale alla loro applicazione univoca e le strategie basate su tali criteri, se confrontate con i modelli d'investimento tradizionali, nel lungo periodo arrecano sensibili benefici anche in termini di riduzione di rischio di portafoglio<sup>6</sup>. Il problema più rilevante è dunque rappresentato dalle diverse interpretazioni dei suddetti indicatori, che ne sminuiscono la funzione di parametri certi di sostenibilità delle diverse attività e, conseguentemente, degli investimenti che le finanziano.

Altre difficoltà derivano dall'applicazione effettiva dei criteri in questione, non sempre attuata dalle imprese. Gli standard ESG non sono universalmente accettati e rispettati, e in alcune aziende dilaga il fenomeno del c.d. *greenwashing*, cioè la proclamazione di altissimi criteri di sostenibilità dell'attività esercitata non corrispondenti alla realtà<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cfr., in particolare, EL GHOUL, GUEDHAMI, KWOK, MISHRA, *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, issue 9, p. 2388 ss.; SASSEN, HINZE, HARDECK, *Impact of ESG factors on firm risk in Europe*, in *Journal of Business Economics*, 2016, vol. 86, p. 867 ss.; DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, cit., p. 4.

<sup>7</sup> «I casi di *greenwhasing* stanno emergendo ogni giorno in Europa e negli Stati Uniti. Il segmento degli investimenti sostenibili o ESG (...) ha avuto una crescita esponenziale senza precedenti, passato da prodotto di nicchia soltanto 15 anni fa fino al record di 2,7 mila miliardi di dollari di asset gestiti dai fondi ESG nel 2021. Il rischio è che dietro parole come green, ESG, sostenibile, social bond si nascondano soltanto operazioni di marketing, con informazioni ambientali fuorvianti, vaghe, non attendibili e nessuna prova concreta degli obiettivi di sostenibilità, che, invece, dovrebbero essere la matrice degli stessi». Cfr. RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 219).

La bassissima coerenza tra ciò che è dichiarato e ciò che realmente è attuato ha dato impulso alla normativa che prevede stringenti obblighi informativi relativi ad alcuni aspetti della gestione delle realtà imprenditoriali delle grandi società, diversi dai bilanci o rendiconti finanziari. Tali obblighi riguardano informazioni inerenti la sostenibilità aziendale, le questioni sociali e il trattamento delle risorse umane, nonché le attività poste in essere a favore del territorio circostante e i programmi di educazione finanziaria aventi come destinatari le persone vulnerabili<sup>8</sup>.

Le questioni relative all'univocità dell'interpretazione dei criteri ESG non sono, tuttavia, risolte, come si evince dalla normativa di riferimento nell'UE relativa alla finanza sostenibile. In particolare, quanto osservato risulta evidente dal Regolamento UE 2020/852 (c.d. *Regolamento tassonomia*)<sup>9</sup>, il quale, pur rappresentando – attualmente – l'atto fondamentale relativo all'istituzione di un quadro normativo che favorisca gli investimenti in attività sostenibili, che dovrebbe dunque specificare in primo luogo i requisiti e i caratteri di tali investimenti e attività, si riferisce in realtà alle attività "ecosostenibili", indicando all'art. 3 esclusivamente criteri di sostenibilità ambientale e tralasciando del tutto gli aspetti "sociali" della sostenibilità.

Come ribadiremo alla fine del presente studio, la critica più accesa che va mossa, a nostro parere, alla normativa dell'UE in materia di finanza sostenibile è quella di non aver affrontato insieme i diversi aspetti della sostenibilità che devono essere rispettati dagli investimenti e dalle attività per essere ritenuti realmente sostenibili, dando esclusiva rilevanza – almeno fino ad oggi – alle tematiche ambientali, senza tener conto di componenti essenziali della sostenibilità, come il benessere di larga parte della popolazione ancora in condizioni di povertà e il

---

<sup>8</sup> Sul punto, v. *infra*.

<sup>9</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

miglioramento della qualità della vita arrecato dalla riduzione delle diseguaglianze economiche<sup>10</sup>. La dovuta considerazione degli aspetti sociali nei parametri normativi di sostenibilità degli investimenti e delle attività finanziate dettati dalla disciplina dell'Unione europea potrebbe giustificare l'inclusione di alcune attività – contestate dal punto di vista dell'idoneità a tutelare l'ambiente ma molto rilevanti per la promozione della sostenibilità economica e sociale – tra quelle ritenute sostenibili nei regolamenti delegati<sup>11</sup>.

3. Con riferimento alle aziende, l'aspetto della sostenibilità è uno dei fattori più rilevanti per la programmazione dell'attività, al fine di una crescita che arrechi benefici sia alla struttura aziendale che alla società<sup>12</sup>. Di conseguenza ed in modo

---

<sup>10</sup> Con particolare riferimento all'attività economico finanziaria, la normativa finalizzata ad attuare una sana transizione sostenibile dovrebbe innescare «un innovativo percorso orientato non solo alla neutralità ambientale, ma anche alla promozione di interventi nel sociale (dalla salvaguardia dei diritti umani, alla riduzione delle diseguaglianze economiche, alla parità di genere e al contrasto alla povertà sistemica di larghi strati della popolazione), che si accompagnano ad una governance imprenditoriale che ne supporti l'attivazione». Si veda, in tal senso, CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 28.

<sup>11</sup> I criteri ESG dovrebbero essere integrati nel quadro normativo relativo alla finanza sostenibile, nel perseguimento di una strategia mirata al bilanciamento tra gli obiettivi di tutela ambientale e quelli di benessere e sviluppo sociale: cfr., sul punto, EBA, *Discussion Paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, October 2020, <https://www.eba.europa.eu> ; nonché MARUCCI, *Finanza sostenibile e tassonomia europea. Una spinta verso l'economia verde*, INAPP, Roma, 2022, p. 33 ss. Analoghi approfondimenti relativi alla promozione di una finanza sostenibile attenta al "sociale" in BUGG-LEVINE, KOGUTE, KULATIKALA, *A New Approach to Funding Social Enterprises*, in *78 Harvard Business Review*, 90, n.1/2, 2012, p.118 ss.; SIIT - SOCIAL IMPACT INVESTMENT TASKFORCE, *La Finanza che include. Gli investimenti a impatto sociale per una nuova economia*. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8, Roma, 2014; MIGNONE, *Finanza alternativa e innovazione sociale. Prolegomeni ad una teoria dell'«impact investing»*, in S.I.S.Di.C (a cura di), *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*. Atti del IX Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli. 8-10 maggio 2014, Napoli, 2015, p. 343 ss.

<sup>12</sup> Etica della finanza e responsabilità sociale d'impresa sono intrinsecamente legate: le imprese orientate a perseguire obiettivi lontani da logiche esclusivamente utilitaristiche e mirati alla crescita ed al benessere umano investono per contribuire alla realizzazione di una società nella quale lo sviluppo economico si coniughi con la tutela ambientale e con una migliore qualità della vita per tutti gli esseri umani. Da tali considerazioni si evince «come la cultura della responsabilità sociale si ponga a fondamento del cd. sviluppo sostenibile, assurgendo a 'nuova frontiera' dell'etica della finanza». Così ancora CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, cit., p. 5.

analogo, prima di decidere in quali attività investire i propri capitali gli operatori non possono più prescindere dal tenere nella dovuta considerazione gli obiettivi aziendali di sostenibilità.

Negli ultimi decenni molte aziende hanno adottato alcune strategie legate alla sostenibilità ritenendo, tuttavia, gli obiettivi ambientali, sociali e di *governance* separati dalle direttive principali relative alla gestione d'impresa. Gran parte delle società si muove ancora oggi in linea con un approccio frammentario, perseguendo obiettivi di sostenibilità solo allo scopo di arginare situazioni di emergenza spesso legate all'attuazione della normativa, senza considerare l'impatto diretto di tali obiettivi sui risultati aziendali.

Viceversa, il successo di una società è legato a doppio filo all'attuazione delle norme in materia di preservazione dell'ambiente dall'inquinamento e di rispetto di condizioni di lavoro eque, nonché, in generale, ad ogni aspetto dell'attività aziendale idoneo a contribuire al benessere sociale<sup>13</sup>. La sostenibilità appare uno dei fattori più rilevanti per le scelte relative alla destinazione degli investimenti, e non è più possibile prescindere. Dunque, nell'ambito della rendicontazione finanziaria l'avvio di un'impresa comporta non solo l'adeguata considerazione degli aspetti legati agli utili e al fatturato previsti, ma anche l'analisi dei rischi ambientali, della responsabilità sociale e degli aspetti relativi alla *governance* societaria.

Per tali ragioni nel tempo il capitale gestito secondo strategie d'investimento sostenibile sta aumentando sempre di più, parallelamente ad una maggiore rilevanza degli indicatori ESG per il buon rendimento degli investimenti.

Un altro fattore molto rilevante per l'attenzione da parte delle aziende ai parametri di sostenibilità è il c.d. effetto reputazionale. Il rispetto dei criteri ESG diventa sempre più spesso veicolo di un'opinione favorevole da parte dei consumatori, a causa dell'impatto positivo dell'attività aziendale sull'ambiente e

---

<sup>13</sup> Sottolinea il ruolo essenziale di tali fattori ID., *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004.

sulla società. Le scelte di acquisto e la fiducia in determinati beni e servizi prodotti ed effettuati da aziende specifiche sono sempre più influenzate dal rispetto, da parte di queste ultime, dei parametri di sostenibilità, che ne orientano anche l'attività di comunicazione, maggiormente incentrata sull'attenzione alla tutela ambientale e al benessere sociale nell'ambito dei processi produttivi<sup>14</sup>.

Il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità impone al settore finanziario il bilanciamento del "fine di lucro" con la tutela di interessi ambientali, sociali ed "etici"<sup>15</sup>. Nel rapporto tra queste componenti, la sostenibilità crea valore aggiunto, agendo da "fattore lievitante" nell'accrescimento della tutela della società mediante l'attuazione dei criteri ESG e, contemporaneamente, dei profitti degli azionisti e degli interessi dei clienti. Tale convergenza di risultati si realizza, naturalmente, solo nel caso in cui la realizzazione dei predetti fattori ESG sia reale, e non fittizia, come in caso di *greenwashing*.

Per tali ragioni, appare essenziale un orientamento regolatorio dell'attività di vigilanza sempre più diretto al raggiungimento della massima trasparenza del settore finanziario e bancario nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità. Il rafforzamento del ruolo della vigilanza nel senso indicato scoraggerà gli operatori dal perseguire "fittiziamente" obiettivi di sostenibilità<sup>16</sup>.

Gli aspetti evidenziati non devono, tuttavia, influenzare le scelte degli

---

<sup>14</sup> La proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (COM (2022) 71 final), presentata dalla Commissione europea il 23 febbraio 2022, rappresenta senza dubbio un segno tangibile dell'impulso, da parte delle istituzioni europee, alla progressiva incorporazione delle tematiche ESG nella *governance* delle imprese. D'ora in poi gli intermediari finanziari, nella *governance* societaria dovranno tener conto sempre di più dei principi in materia di *corporate social responsibility*, i quali traducono la clausola fondamentale della "sana e prudente gestione" in termini etici e arricchiscono gli interessi tradizionalmente tutelati dal principio in questione (relativi alla sostenibilità economica) con altri valori essenziali, propri della sostenibilità non finanziaria. Cfr., sul punto, VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco*, presso l'Assemblea degli Associati dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 8 luglio 2022.

<sup>15</sup> Cfr. ancora CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*

<sup>16</sup> Solo per fare un esempio, si pensi agli effetti reputazionali del perseguimento dei criteri ESG da parte degli operatori finanziari in termini di profitti, fortemente positivi in caso di attività realmente sostenibili e, all'opposto, molto negativi nelle ipotesi di "smascheramento" di ipotesi di *greenwashing*.

investitori al punto da non far loro considerare la stabilità finanziaria delle società nelle quali si desidera impiegare i propri capitali. Sebbene gli investimenti in attività sostenibili avvantaggino sia le relative aziende che la società e l'ambiente circostante, le decisioni degli investitori devono tenere in considerazione sia i profili economici e patrimoniali che quelli ambientali e sociali.

Le considerazioni precedenti inducono a focalizzare il seguito del presente studio sui rischi del settore bancario e finanziario nel caso di investimenti in attività sostenibili e le conseguenze che ne derivano sulla *governance* e sull'attività informativa e di vigilanza. Detti rischi assumono connotazioni diverse rispetto a quelle derivanti dall'attività bancaria e finanziaria tradizionale, comportando maggiori varianti da considerare e maggiori difficoltà.

4. Attualmente, l'attività bancaria e finanziaria e il relativo contesto regolatorio devono orientare lo sviluppo economico verso la tutela di nuovi interessi legati alla sostenibilità. È, dunque, essenziale valutare gli investimenti del risparmio gestito attraverso parametri che ne esaminino l'idoneità a perseguire realmente obiettivi di tutela ambientale, sociale e di *governance* (i cd. indicatori ESG)<sup>17</sup>.

Da quanto premesso, al fine dell'effettiva tutela dei predetti valori risulta cruciale individuare i "nuovi" rischi legati al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> «Invero, nell'era contemporanea l'attività di supervisione sarà volta a tutelare i diritti fondamentali – si pensi all'interesse all'ambiente e al diritto all'eguaglianza sociale – separati ed ulteriori rispetto agli interessi per eccellenza della stabilità finanziaria e del regolare funzionamento dei mercati». In tali termini si esprime PASSALACQUA, *Il ruolo della vigilanza prudenziale nella transizione*, Relazione al Convegno organizzato da ADDE su "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", Capri, 17 giugno 2022.

<sup>18</sup> Cfr., sul punto NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS), *A call for action, climate change as a source of financial risk*, First Comprehensive Report, April 2019; BERNARDINI, FAIELLA, LAVECCHIA, MISTRETTA, NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, n. 608, marzo 2021; FAIELLA, BERNARDINI, DI GIAMPAOLO, FRUZZETTI, LETTA, LOFFREDO, NASTI,



Le definizioni che emergono dalla normativa dell'UE risultano alquanto generiche.

Il Regolamento UE 2019/2088 definisce il rischio di sostenibilità come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica(sse), potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento»<sup>19</sup>.

Dalla Proposta di direttiva della Commissione europea n. 663/2021 si evince una qualificazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* per gli enti creditizi come rischi sistemici, fisici e di transizione legati ai cambiamenti climatici e alle profonde trasformazioni economiche necessarie per gestirli<sup>20</sup>.

Molto più dettagliate risultano le definizioni dei rischi di sostenibilità contenute nei documenti di indirizzo delle autorità di vigilanza, anche riunite in network internazionali<sup>21</sup>. In tali documenti i rischi climatici e ambientali sono considerati mutamenti strutturali che influiscono sull'attività economica e, di conseguenza, sul sistema finanziario, tra i quali rientrano, principalmente, i rischi fisici e quelli di transizione. «Il rischio fisico indica l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici, compresi eventi metereologici estremi più frequenti e

---

*Climate and environmental risks. Measuring the exposure of investments*, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti n. 15, Banca d'Italia, 2021; GILIBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, 3, 97 ss.; RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 2/2022, p. 185 ss.

<sup>19</sup> Cfr. art. 2, n. 22), Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>20</sup> Cfr. Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*, e che modifica la direttiva 2014/59/UE (COM(2021) 663 final), p. 13 s.

<sup>21</sup> NGFS, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision*, documento tecnico, maggio 2020; BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE), *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020; EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno 2021; BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022; e altri documenti analoghi di diverse autorità nazionali di vigilanza.

mutamenti graduali del clima, nonché del degrado ambientale, ossia inquinamento atmosferico, dell'acqua e del suolo, stress idrico, perdita di biodiversità e deforestazione. (...) Tale rischio può determinare direttamente (...) danni materiali o un calo della produttività, oppure indirettamente eventi successivi quali l'interruzione delle catene produttive. Il rischio di transizione indica la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente (...), a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata (...) dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati»<sup>22</sup>.

Particolare attenzione va posta sui rischi relativi al c.d. "*greenwashing*"<sup>23</sup>, una pratica commerciale ingannevole che qualifica, generalmente mediante strumenti pubblicitari, un prodotto di investimento o un'attività fittiziamente idonei a tutelare l'ambiente, con l'intento di ottenere effetti reputazionali positivi, nonché aumenti del fatturato. Il principale rischio generato dal fenomeno in questione è rappresentato dalla sfiducia degli investitori, che destineranno nel tempo sempre meno risorse economiche in prodotti e attività *green*, erodendo progressivamente il capitale destinato al perseguimento di obiettivi sostenibili.

A tale proposito, sistemi di intelligenza artificiale potrebbero costituire un supporto prezioso alla transizione sostenibile dell'economia, facilitando politiche di investimento in attività economiche sostenibili mediante la limitazione dei

---

<sup>22</sup> Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, cit., p. 11, e analoghe definizioni negli altri documenti sopra richiamati.

<sup>23</sup> Cfr. *supra*, nonché SANNA, *La finanza sostenibile*, cit., p. 229 ss. Il contrasto ai fenomeni di *greenwashing* è stato indicato dalla CONSOB tra gli obiettivi strategici di vigilanza nel proprio piano 2022-24, perseguiti anche nei diversi Orientamenti adottati di recente. Per la regolazione dell'UE finalizzata ad arginare i rischi legati agli obiettivi ESG, prevalentemente a carattere informativo, v. *infra*. Con particolare riferimento alla valutazione di tali rischi nell'ambito della vigilanza Cfr. RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 218.

comportamenti scorretti fittiziamente orientati all'attuazione dei criteri ESG<sup>24</sup>.

L'accrescimento del ruolo della finanza nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità implica una sempre maggiore integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nella gestione dei rischi da parte degli intermediari. L'attuazione di strategie positive di investimento implica, cioè, la riduzione dei rischi nei processi decisionali mediante un'adeguata valutazione dei suddetti indicatori, perseguibile solo attraverso un'evoluzione della regolazione della *governance* bancaria e finanziaria, al fine di stimolare la crescita delle imprese e lo sviluppo sostenibile della società mediante un sempre maggiore finanziamento delle attività sostenibili<sup>25</sup>.

Il presupposto per una *governance* efficace nei termini suddetti è l'acquisizione di un'adeguata competenza tecnica degli intermediari anche in relazione agli obiettivi di sostenibilità<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Si veda, in tal senso, PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2021, p. 433, che ritiene l'intelligenza artificiale «un utile strumento per individuare le imprese più virtuose del mercato in applicazione della tassonomia delle attività economiche sostenibili, così da impedire il proliferare di fenomeni c.d. di “greenwashing” che possono distorcere le decisioni di investimento degli operatori del mercato.». Per una panoramica esauriente sulla normativa relativa all'Intelligenza Artificiale si veda ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto normativo*, Modena, 2021, nonché, per approfondimenti critici molto persuasivi con riferimento alle recenti proposte normative, RABITTI, SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di Regolamento europeo sull'Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 469 ss. In tale contesto, in ordine al ruolo fondamentale dell'intervento dell'uomo nei processi applicativi del settore finanziario allo scopo di tutelare equamente gli interessi in gioco cfr., per tutti, ROSSANO, *L'Intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (Alcune recenti proposte normative)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3, 2021, p. 212 ss., il quale sottolinea la condivisibile «esigenza di certezze, rappresentata in sede tecnica e politica, che è divenuta presupposto ineludibile di un cambiamento che si propone la realizzazione di nuove procedure nella prospettiva di salvaguardare le ragioni degli investitori, di assicurare la crescita dei mercati finanziari e, con questa, di rafforzare il sistema economico».

<sup>25</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, “*Disposizioni di vigilanza per le banche*”, Parte Prima, Titolo IV. Per CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 45 «l'incorporazione di requisiti ambientali, sociali e di governance nelle regole prudenziali (...) è destinata ad innovare le aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa.»

<sup>26</sup> In merito a tali considerazioni si veda, in particolare, ancora BANCA D'ITALIA, *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari*,

Negli orientamenti delle autorità bancarie europee di supervisione i requisiti morali e professionali dei membri dell'organo di gestione degli enti vigilati, nelle loro funzioni di gestione e di supervisione strategica, nonché del personale che riveste ruoli chiave, sono racchiusi nel termine "idoneità", ovvero «il grado in cui un soggetto gode di buona reputazione e, su base individuale e collettiva con altri soggetti, di conoscenze, competenze ed esperienze adeguate per lo svolgimento dei compiti a esso/essi assegnati. L'idoneità riguarda altresì l'onestà, l'integrità e l'indipendenza di spirito di un soggetto nonché la capacità di dedicare tempo sufficiente per svolgere i compiti assegnati»<sup>27</sup>.

L'idoneità comprende anche le competenze necessarie a svolgere i compiti legati alla gestione dei rischi di sostenibilità, comprese le capacità relative all'innovazione tecnologica del mercato finanziario<sup>28</sup>.

Visto che la dottrina ritiene la sostenibilità "*tout court*" una *regola di condotta* degli intermediari finanziari mirata a conseguire gli obiettivi fissati dagli indicatori ESG<sup>29</sup>, essa si può considerare annoverabile tra le finalità perseguite dalla

---

*istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, 5 maggio 2021; OCSE, *Climate Change and Corporate Governance*, 8 giugno 2022, <https://www.oecd.org/>; PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in Banca Impr. e Soc., 2022, p. 3 ss.; RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?* in Riv. Trim. Dir. Econ., suppl. al n. 1/2022, p. 338.

<sup>27</sup> Cfr., per tutti, EBA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave*, EBA/GL/2021/06, 2 luglio 2021, p. 6.

<sup>28</sup> In tale contesto anche MIGLIONICO, *Intelligenza Artificiale e cambiamenti climatici*, in Riv. trim. dir. econ., suppl. al n. 3/2021, p. 251, vede con favore, da parte degli intermediari finanziari, la connessione dell'utilizzo di modelli digitali con gli obiettivi di sostenibilità ambientale. LENER, *Tecnologie e attività finanziarie*, in Riv. trim. dir. econ., 3, 2019, p. 276, auspica, altresì, una maggiore trasparenza e formazione degli investitori, per «giungere a un sistema normativo in cui trasparenza, tutela informativa ed educazione finanziaria siano complementari».

<sup>29</sup> Cfr., sul punto, SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in Riv. Trim. Dir. Econ., suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 83 ss.: «è convinzione diffusa che la *sostenibilità* rappresenti una regola di organizzazione e gestione dell'attività economico-finanziaria di rilevante dimensione che, *rebus sic stantibus*, non altera né l'essenza dello scopo lucrativo (laddove applicabile), né la natura dell'attività svolta» (cfr. p. 84). RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche ...*, cit., p. 335 s., dalla qualificazione della sostenibilità non finanziaria come "rischio" fa derivare l'inclusione del perseguimento della stessa nell'ambito delle competenze della vigilanza "prudenziale", finalizzata a conseguire la

clausola generale della “sana e prudente gestione”, che, considerando anche i nuovi valori da tutelare, implica «prudenza nelle decisioni di accantonamento e di distribuzione; presidio dei rischi, tradizionali e nuovi; trasparenza e correttezza nei confronti della clientela; miglioramento dei livelli di efficienza e contenimento dei costi, anche attraverso gli indispensabili investimenti nell’innovazione tecnologica»<sup>30</sup>.

La “sana e prudente gestione” rappresenta un esempio emblematico di politica legislativa finalizzata a rendere le clausole di orientamento del supervisore bancario sempre più generali e idonee ad un’interpretazione elastica, in base alle esigenze del settore, continuamente mutevoli. Conseguentemente, essa assume un significato nuovo, comprensivo dell’“*idoneità*” (nel senso sopra descritto) a tutelare anche i valori sottesi al conseguimento degli obiettivi di sostenibilità<sup>31</sup>.

---

stabilità patrimoniale delle banche e del sistema finanziario, cioè la sostenibilità finanziaria. In definitiva, la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità rientrerebbe tra gli strumenti idonei a conseguire l’equilibrio sistemico finanziario. Una conferma dell’inclusione del perseguimento degli obiettivi di sostenibilità da parte degli intermediari tra i compiti di vigilanza arriva anche dalla citata Proposta di direttiva sulla *Corporate sustainability due diligence*, ove «è prevista l’attribuzione ad autorità nazionali di poteri investigativi, ispettivi e sanzionatori funzionali al rispetto dell’impatto sociale e ambientale nella gestione dell’impresa». Si veda ancora SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, cit., p. 92.

<sup>30</sup> VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco*, cit.

<sup>31</sup> Per analoghe considerazioni si veda SEPE, *La sana e prudente gestione dei soggetti regolati*, relazione svolta nel convegno «*Nuove frontiere della finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionali*», organizzato dalla Università di Sassari, giugno 2016; ID., *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 63 ss.; CAPRIGLIONE, *Commento all’art. 5*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 45 ss. Cfr., altresì, SARTORI, *Sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e protezione della clientela*, relazione svolta nel convegno «*Il mercato assicurativo nell’Unitarietà dell’ordinamento giuridico*», organizzato dall’Università di Camerino, settembre 2016; ID., *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, p. 131 ss.; RIGANTI, WEBER, *Market Regulation, Banking Industry and ESG: The Long and Winding Road to Sustainability*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2021, <https://openreviewmbf.org/2021/12/13/market-regulation-banking-industry-and-esg-the-long-and-winding-road-to-sustainability/>. Lo stesso concetto di trasparenza si sta progressivamente modificando: «Sotto altro profilo, rileva l’enfasi posta dalla dottrina sul binomio trasparenza-responsabilità, che caratterizza il *modello innovativo della tutela dell’investitore*. Ciò ricollegando le regole in materia di responsabilità non alla trasparenza intesa in senso formale (dare tutte le informazioni) ma ad una trasparenza in senso sostanziale che imponga all’intermediario di fare tutto ciò che è opportuno per assicurare una tutela *effettiva* al cliente (per prevenire i problemi di natura

5. «Le riforme del quadro normativo e istituzionale attuate in risposta alla crisi finanziaria globale degli anni 2007 e seguenti, hanno (...) contribuito al rafforzamento dei sistemi finanziari. L'obiettivo di conferire maggiore solidità al sistema bancario, unitamente a quello di accrescere la fiducia di risparmiatori e depositanti nei confronti degli istituti di credito, fu alla base della realizzazione dell'Unione Bancaria Europea (UBE) la quale, come è noto, fonda su tre pilastri la costruzione del contesto disciplinare in materia»<sup>32</sup>. Anche nel settore bancario, come in molti altri settori economici, la funzione dei soggetti pubblici si è evoluta soprattutto in considerazione del forte impulso armonizzatore dato dall'Unione europea in occasione delle recenti crisi che hanno colpito gli Stati membri, le quali hanno determinato, seppur talvolta in ritardo, un'inaspettata spinta di solidarietà. Con specifico riferimento agli obiettivi di sostenibilità, l'UE promuove con vigore la tutela ambientale, proseguendo l'azione avviata dopo l'accordo di Parigi per «rendere i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente ai cambiamenti climatici»<sup>33</sup>.

In occasione della crisi generata dalla pandemia nell'Unione europea

---

sistemica derivanti da una mal strutturata allocazione del rischio nell'attività bancaria, suscettibile di creare vuoti di responsabilità, fenomeni di sovraesposizione ed inefficienze) e, dunque, un contesto improntato a stabilità ed ordine». Cfr. PELLEGRINI, *La soluzione delle controversie bancarie*, ivi, p. 162. Si veda, in tal senso, anche MONTEDORO, *Mercato e potere amministrativo*, Napoli, 2010, p. 331; FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro Bancario e Finanziario*, in *Rass. Dir. Civ.*, 4/2019, p. 1069 ss.; PANCALLO, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, p. 62 ss.

<sup>32</sup> Così ROSSANO, *Il fondo interbancario di tutela dei depositi. Metamorfosi della funzione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 115. Cfr. anche PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2012, p. 52; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in PELLEGRINI (a cura di), *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2012, p. 541 ss.

<sup>33</sup> Cfr. LUCHENA, *Crisi energetica e Aiuti di Stato*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 131, che rinvia al Regolamento (UE) 2022/869 del 30 maggio 2022 sugli orientamenti per le infrastrutture transenergetiche europee.

abbiamo assistito ad una programmazione dell'economia in senso unitario<sup>34</sup>. La spinta in questo senso deve riflettersi sempre di più nell'armonizzazione della regolazione bancaria negli Stati membri, soprattutto con riferimento alla supervisione, che va adeguata in relazione alle esigenze ed alle caratteristiche delle diverse realtà nazionali<sup>35</sup>.

La sovrapposizione tra il SSM (Single Supervisory Mechanism, Meccanismo Unico di Vigilanza) e l'ESFS (European System of Financial Supervision, Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria) ha generato forme istituzionali di cooperazione amministrativa tra autorità di vigilanza europee e nazionali articolate, sovrapposte e dispersive, foriere di stalli nelle procedure e poca chiarezza nelle rispettive responsabilità<sup>36</sup>. Tali circostanze rendono la vigilanza poco efficiente. È, dunque, auspicabile una maggiore armonizzazione della relativa normativa, idonea ad instaurare una *governance* unitaria delle banche e della finanza.

Inoltre, a causa dell'ambito internazionale del mercato bancario e finanziario e delle nuove aree di espansione (sostenibilità e digitale), è necessario aumentare l'efficacia della vigilanza per renderla idonea a presidiare tali aree incrementando e adeguando le forme di controllo, con particolare riferimento ai nuovi fattori di rischio<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Sul forte impulso armonizzatore generato dalla crisi pandemica cfr., in particolare, CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Riv. dir. banc.*, n. 1, 2021, p. 13 ss., nonché LUCHENA, *op. ult. cit.*, p. 133.

<sup>35</sup> Insiste per un'integrazione delle "vigilanze" CAPPIELLO, *Le "metamorfosi" del sistema europeo di supervisione finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 246, nel senso della «creazione di meccanismi giuridici di *coordinamento e sintesi, sia in senso verticale*, vale a dire tra le autorità di vigilanza europee e le corrispondenti autorità nazionali, nonché tra queste ultime all'interno di ciascun ordinamento nazionale – quando anche esse si articolino su più livelli verticali (...) – *sia in senso orizzontale*, vale a dire tra le stesse autorità europee (...) sia tra le autorità nazionali». A parere dell'A., detta integrazione rappresenta l'unico strumento per affrontare i rischi e le opportunità presenti e futuri, a causa del carattere trasversale e transnazionale dei fenomeni affrontati e dell'ambito ampio e multidisciplinare della supervisione finanziaria.

<sup>36</sup> Cfr. sul punto LUCCHINI, ZOPPINI, *Vigilare le banche in Europa. Chi controlla il controllore?*, Firenze, 2019; BUSCH, GORTSOS e McMEEL (eds.), *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, Oxford, 2022.

<sup>37</sup> Sebbene il compito dell'attività di supervisione prudenziale continui a focalizzarsi sul contenimento e sulla gestione delle criticità, attualmente alle autorità di vigilanza è richiesta una

Con particolare riferimento all'Unione europea, attualmente l'impianto normativo della vigilanza finanziaria è caratterizzato dalla necessità di affrontare diverse sfide relative alle crisi in atto e alla sostenibilità che richiedono risposte efficaci che si ripercuoteranno sul rapporto tra Unione europea e Stati membri. L'obiettivo va focalizzato sulla sostenibilità e competitività, promuovendo un'innovazione ecosostenibile eticamente e socialmente responsabile mediante regole che tutelino maggiormente i consumatori e gli investitori, generando valore aggiunto e contribuendo allo sviluppo sostenibile ed alla crescita economica della società<sup>38</sup>.

Recentemente si è sviluppato un quadro normativo relativo all'attività di

---

maggiore attenzione al monitoraggio e alla gestione di rischi diversi da quelli passati, a causa del ruolo cruciale svolto dal sistema finanziario nella transizione sostenibile dell'economia e della società. Cfr. il Regolamento (UE) 2019/876 del 20 maggio 2019 e la Direttiva (UE) 2019/878 del 20 maggio 2019; nonché CAPRIGLIONE, *The financial system towards a sustainable transition*, in *Law and Economics Yearly Review*, I, 2021, p. 11 ss.; TROIANO, *The evolving European regulatory framework of banking groups*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021; SIANI, *Rischi e innovazione: l'approccio della Vigilanza*, Relazione al convegno "Supervision, Risks & Profitability" organizzato dall'Associazione Bancaria Italiana, 21 giugno 2022. In senso analogo si veda RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 221 s., per la quale «(l)a tecnologia da un lato e la sostenibilità dall'altro devono (...) rappresentare le priorità dell'agenda europea, per realizzare un'economia innovativa basata su una tecnologia umano-centrica, affidabile e sicura» (cfr. p. 225). Cfr. anche la Comunicazione della Commissione europea *Relazione di previsione strategica 2022 Abbinamento tra transizione verde e transizione digitale nel nuovo contesto geopolitico*, COM(2022) 289 final del 29.06.2022, nella quale la transizione ecologica e quella digitale sono considerate due componenti strategicamente collegate: la Commissione evidenzia come esse si rafforzino reciprocamente, e abbiano un ruolo essenziale per la mobilitazione degli investimenti finanziari. Cfr., sul punto, anche CIPOLLONE, *Intervento Transizione energetica, finanza e clima: sfide e opportunità*, Roma, 21 giugno 2022, p. 6 ss., secondo il quale due grandi sfide nel contesto di riferimento sono rappresentate dalla disponibilità di dati ambientali e climatici e dall'ampliamento dell'offerta di strumenti finanziari sostenibili, e la prima è strumentale per vincere la seconda. Per approfondimenti sui due temi in questione si veda PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., con particolare riferimento al contributo di RABITTI e SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di Regolamento europeo sull'Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, cit., p. 469.

<sup>38</sup> Per CAPPIELLO, *Le "metamorfosi" del sistema europeo di supervisione finanziaria*, cit., p. 255 s., «(l)a realizzazione di una vera ed effettiva Unione dei mercati dei capitali su scala europea è una preconditione fondamentale per una crescita economica più (...) sostenibile, in Italia e nell'Unione europea. (...) Più sostenibile perché il potenziamento dei mercati finanziari è il necessario complemento del PNRR, per poter finanziare la ripresa dopo la pandemia, lungo le dorsali della transizione ad un'economia a zero emissioni nette e della transizione digitale».



vigilanza bancaria e finanziaria integrato ed articolato a livello europeo e nazionale. Al fine di garantire alla supervisione maggiore uniformità e, al tempo stesso, arginare il rischio di azioni incoerenti delle diverse autorità, è opportuno rafforzare progressivamente il coordinamento e la cooperazione istituzionale, razionalizzando e semplificando, contemporaneamente, l'impianto normativo relativo all'attività di vigilanza<sup>39</sup>.

Tale revisione va attuata secondo i due criteri che, a nostro parere, contraddistinguono una supervisione efficace: l'*autorità* e la *cooperazione*.

Dal primo punto di vista, è necessario che gli enti creditizi siano in grado di identificare con chiarezza le istituzioni alle quali va imputata la responsabilità di alcune linee strategiche mediante una normativa puntuale, al fine di evitare situazioni di incertezza sulle linee decisionali. Sotto il profilo della cooperazione, affinché permanga l'incontro dialettico tra supervisore ed intermediario – che garantisce la rispondenza dell'attività creditizia alle esigenze del sistema finanziario – gli enti creditizi devono sentirsi partecipi della trasformazione in atto, attori fondamentali nella realizzazione degli obiettivi delineati dagli organi europei di supervisione ed attuati nell'ordinamento statale. I predetti risultati possono essere raggiunti esclusivamente grazie ad una leale e reciproca cooperazione tra operatori finanziari e autorità di controllo nazionale, che realizzi un "mutuo consenso" alla base delle azioni e degli obiettivi da conseguire, pienamente condivisi dai soggetti controllati e, dunque, da essi stessi realizzati, con la guida dell'autorità nazionale<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> In relazione alle esigenze di cambiamento imposte dalla transizione sostenibile, MASERA, *La vigilanza in una visione olistica: prospettive e ipotesi per la "moneta senza Stato" e la regolazione finanziaria UE*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 282 s., qualifica le regole e i modelli di vigilanza finanziaria come un «crinale di revisione (...) per tener conto dei profondi cambiamenti imposti alla vigilanza dalle tematiche di sostenibilità ambientale – declinati in senso ampio nei fattori Environment, Social and Governance (ESG)».

<sup>40</sup> Secondo VIETRI, *Supervisione e crisi: quali prospettive per la gestione collettiva*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 369, nello scenario economico-finanziario «si assisterà ad un rafforzamento della regolamentazione ove le autorità di vigilanza, dotate di nuovi poteri e competenze sia in fase di disciplina preventiva che di *enforcement*, saranno chiamate a svolgere un ruolo importantissimo in un clima di ripresa *post-pandemico* e *post-bellico*, con l'ambizioso

A tale proposito, i dati e le informazioni richiesti dalle autorità di vigilanza e trasmessi dagli intermediari dovrebbero essere idonei ad arginare e gestire i rischi derivanti dal perseguimento degli obiettivi di sostenibilità.

La *leale collaborazione*, uno dei principi cardine dell'ordinamento giuridico, rappresenta, dunque, la formula perfetta per realizzare quel mutuo consenso sugli obiettivi di sostenibilità tra autorità ed enti finanziari che, solo, rende detti obiettivi realmente raggiungibili.

Per realizzare un tale modello, è necessaria una maggiore elasticità delle forme di intervento dell'autorità, che rafforzi negli intermediari il senso di responsabilità e la professionalità.

In tale contesto, «(si) deduce, a livello generale, la diversa, più ampia, valutazione oggi ascrivibile alla supervisione finanziaria che dovrà essere analizzata con riguardo alle sue variegate angolazioni, vale a dire non solo con riferimento all'esercizio di potere di regolazione e di intervento amministrativo (attraverso concreti provvedimenti) nei confronti degli appartenenti al settore, ma anche avendo presente le forme operative di altri organismi (collegati all'Autorità di vigilanza) che concorrono nel presidiare i rischi legali e reputazionali, a beneficio della stabilità del sistema finanziario (n)el suo complesso»<sup>41</sup>. A tale proposito anche organi specializzati come l'Arbitro bancario e finanziario (ABF) possono assurgere a componente fondamentale dell'attività di vigilanza bancaria, riflettendo attraverso

---

obiettivo di sostenere la crescita economica in un contesto di sicurezza, efficienza, inclusività e sostenibilità». Piuttosto che un rafforzamento della responsabilità e delle conseguenti sanzioni a carico degli intermediari finanziari collegate agli obiettivi di sostenibilità, riteniamo essenziale una maggiore cooperazione delle autorità di vigilanza con gli amministratori, anche con riferimento alla formazione professionale, in un clima di reciproca fiducia. Come avviene nel contesto giuridico internazionale economico, spesso la *moral suasion* ed il *Soft Law* raggiungono mete difficili da perseguire con l'*enforcement*, in base ad un "consenso sociale" che *condiziona* il comportamento degli operatori molto più di obblighi giuridicamente vincolanti. Sul tema in questione si veda anche SICLARI, *Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio*, nella stessa rivista, suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 95 ss.

<sup>41</sup> Così PELLEGRINI, *La soluzione delle controversie bancarie*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 160, nota 22.

le loro decisioni alcune linee operative dell'autorità nazionale di supervisione finanziaria e assicurando il corretto funzionamento del mercato bancario mediante un analogo leale svolgimento delle attività negoziali<sup>42</sup>.

È inoltre auspicabile una limitazione della discrezionalità nell'attività di vigilanza al fine di superare alcuni vincoli imposti agli operatori finanziari. Tale cambiamento, in funzione di una maggiore autonomia degli intermediari, è certamente agevolato dall'innovazione tecnologica introdotta mediante l'impiego di algoritmi decisionali nei meccanismi di vigilanza bancaria.

In definitiva, è necessaria una maggiore cooperazione tra autorità centrali, nazionali e intermediari finanziari, favorita dall'instaurazione di sistemi normativi e di nuovi strumenti che facilitino la professionalità e la correttezza, al fine di un reale perseguimento della sostenibilità nell'attività bancaria e finanziaria<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> *Ibidem*, p. 160 ss. Come osserva l'A., la funzione dell'ABF è svolta «nella prospettiva di conformare il mercato verso obiettivi di competitività e di stabilità e alimentare in tal modo la fiducia degli operatori» (cfr. p. 163). Ci chiediamo se ci siano margini per un analogo contributo dell'ABF ad una conformazione del mercato finanziario verso obiettivi di sostenibilità, in un'ottica molto evoluta del concetto di supervisione bancaria volta ad affermare l'importanza di recuperare «quella vicinanza agli intermediari disciplinati e alla realtà di mercato (che per decenni ha caratterizzato l'essenza dell'attività di supervisione)», valorizzando «le specificità e le sensibilità giuridiche della propria realtà nazionale, potendo di conseguenza elaborare interpretazioni innovative e/o alternative (più efficaci ed efficienti) per casi analoghi, che saranno successivamente sottoposte al vaglio comune degli organi comunitari» (cfr. p. 166 s.). In senso contrario, con riferimento alla supervisione antiriciclaggio, altra dottrina si esprime a favore della centralizzazione, evidenziando le differenze rispetto alle connotazioni della vigilanza generale in ambito finanziario: «Diversamente (...) da quanto accade per la vigilanza "generale" in ambito finanziario, che (...) non solo può beneficiare ma anzi non può prescindere anche da una conoscenza "sul campo", di prima mano, dell'intermediario, già soltanto sul piano relazionale, pena lo scadere nel tecnicismo delle verifiche (...), in materia antiriciclaggio le attività delle FIU (Financial Intelligence Units, *ndr.*) praticamente da sempre si sostanziano in gran parte in verifiche a distanza e con l'ausilio delle nuove tecnologie, senza contare che il carattere sempre più rapido e tra(n)sazionale delle operazioni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo riduce per sua stessa natura la rilevanza della contiguità fisica con il fenomeno oggetto di specifica indagine». Così URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 188).

<sup>43</sup> In senso analogo cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 3 ss. AMMANNATI, *Transizione energetica, "just transition" e finanza*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 296, sottolinea la necessità di un rafforzamento della perizia tecnica delle autorità di vigilanza nazionali, da acquisire sia mediante una stretta cooperazione con le istituzioni di supervisione europee che attraverso «l'acquisizione di una approfondita conoscenza dell'intersecarsi tra profili di sostenibilità e finanza».

Il quadro prospettato implica un riposizionamento “centrale” sul piano autoritativo dell’autorità di vigilanza nazionale accanto a quelle europee, per realizzare «una integrazione socio/politica fondata sulla solidarietà, oltre che sulla convergenza economica e giuridica»<sup>44</sup>.

Per tornare sul terreno della sostenibilità, gli interventi di investimento promossi con il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) per garantire uno sviluppo maggiormente sostenibile della società<sup>45</sup> impongono l’evoluzione dell’attività di vigilanza sul sistema finanziario. Le misure da attuare producono forti ricadute sul piano del rischio degli intermediari, che richiedono alla regolazione e alla supervisione l’individuazione e il monitoraggio dei rischi mediante l’adattamento degli strumenti di controllo e l’acquisizione delle migliori competenze e professionalità. Solo in tal modo le autorità di vigilanza saranno in grado di fornire risposte adeguate ai mutamenti in atto<sup>46</sup>.

A tal fine, presupposto essenziale affinché il sistema finanziario possa tornare a sostenere la transizione sostenibile della ripresa economica è un ripensamento della politica e della normativa in materia finanziaria. «In un settore fortemente regolamentato come quello finanziario, il contenuto e l’incisività delle regole giocano un ruolo fondamentale nell’influenzare le strategie degli intermediari e le modalità di finanziamento dell’economia»<sup>47</sup>.

6. Le origini della disciplina della finanza sostenibile in ambito internazionale possono farsi risalire a 50 anni fa e, precisamente, ai principi 9 e 12 della

---

<sup>44</sup> Così CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, p. 53.

<sup>45</sup> Ci riferiamo soprattutto alle misure relative alla transizione ecologica e al settore energetico, nonché al rafforzamento delle tecnologie digitali, finalizzate a realizzare una maggiore coesione sociale.

<sup>46</sup> Cfr., in tal senso, NGFS, *NGFS Scenarios for central banks and supervisors*, NGFS Secretariat/Banque de France, September 2022; nonché ID., *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision*, cit.

<sup>47</sup> Così si esprime RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 218.

Dichiarazione adottata nel corso della Conferenza di Stoccolma<sup>48</sup>.

Il finanziamento dello sviluppo sostenibile tratteggiato nei predetti principi era finalizzato principalmente a risolvere i gravi problemi relativi alle deficienze ambientali dovute alle condizioni di sottosviluppo ed ai disastri naturali. Esso era destinato a conservare e migliorare l'ambiente nei Paesi in via di sviluppo, e consisteva in aiuti internazionali di ordine tecnico e finanziario, qualora richiesti dai destinatari dei finanziamenti<sup>49</sup>.

Nel corso del tempo si è data attuazione ai predetti principi soprattutto mediante aiuti da parte dei Paesi industrializzati, singolarmente o collettivamente attraverso l'attività di promozione dello sviluppo condotta nell'ambito delle organizzazioni internazionali.

Successivamente, parallelamente a tale ramo di finanziamento (che potremmo definire a carattere pubblicistico) la convergenza di interessi pubblici e privati confluiti negli obiettivi di sviluppo sostenibile e nella responsabilità ambientale e sociale di impresa ha dato luogo al concetto di finanza sostenibile.

Attualmente anche gli investimenti privati si stanno focalizzando sempre di più sul perseguimento dello sviluppo sostenibile, sia nei Paesi meno avanzati che negli altri Stati della comunità internazionale, rendendo gli investitori e gli

---

<sup>48</sup> Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, convocata mediante risoluzione dell'Assemblea Generale nel 1968 e tenutasi a Stoccolma tra il 5 e il 16 giugno 1972. Nel corso della Conferenza venne adottata una Dichiarazione di principi che, sebbene priva di effetti giuridici vincolanti, rappresenta il primo atto internazionale di rilievo in materia di sviluppo sostenibile, concetto già delineato nel corso della Conferenza che, tuttavia, verrà definito positivamente solo con il *Rapporto Brundtland* del 1987 intitolato "*Our common future*", cit.

<sup>49</sup> Cfr. i principi 9 e 12 della Dichiarazione di Stoccolma:

«9. Le deficienze ambientali dovute alle condizioni di sottosviluppo ed ai disastri naturali pongono gravi problemi e possono essere colmate, accelerando lo sviluppo mediante il trasferimento di congrue risorse finanziarie e l'assistenza tecnica, quando richiesta, in aggiunta agli sforzi compiuti da Paesi in via di sviluppo stessi.

12. Si dovranno mettere a disposizione risorse atte a conservare e migliorare l'ambiente, tenendo particolarmente conto dei bisogni specifici dei Paesi in via di sviluppo, dei costi che essi incontreranno introducendo la tutela dell'ambiente nel proprio programma di sviluppo e della necessità di fornire loro, se ne fanno richiesta, aiuti internazionale di ordine tecnico e finanziario a tale scopo.».

imprenditori protagonisti, insieme alle istituzioni, della realizzazione degli obiettivi ambientali e sociali di sviluppo.

Il riorientamento del capitale privato verso investimenti più sostenibili esige una transizione di ampia portata nelle modalità operative del sistema finanziario. Tale circostanza impone l'adozione di una normativa internazionale in materia.

Con riferimento ai profili normativi, il quadro internazionale della finanza sostenibile risulta tuttavia ancora formato da pochi strumenti regolatori a carattere frammentario e non vincolante.

La *Piattaforma internazionale sulla finanza sostenibile* (IPSF) è stata lanciata a New York dalla Commissione dell'Unione europea il 18 ottobre 2019 a margine del vertice annuale del Fondo Monetario Internazionale, sulla scorta degli sforzi compiuti a livello internazionale per rispettare gli impegni scaturiti dall'Accordo di Parigi sul clima. Formata attualmente da 18 membri<sup>50</sup> responsabili a livello politico di sviluppare misure normative per promuovere la finanza sostenibile, si prefigge l'obiettivo di rafforzare il coordinamento internazionale e facilitare lo scambio di informazioni a favore di una finanza ecologicamente sostenibile. Partecipano, nel ruolo di osservatori, anche alcune organizzazioni internazionali.

La Piattaforma è stata istituita per aumentare l'afflusso di capitale privato verso gli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale. Essa funge da luogo di scambio di informazioni utili a favorire le buone pratiche in questo ambito e può contribuire a coordinare le misure e le iniziative a favore di una finanza sostenibile.

In particolare, essa si concentrerà nei settori delle tassonomie, delle informazioni, degli standard e delle etichette, fondamentali per gli investitori al fine

---

<sup>50</sup> Insieme all'Unione europea, i Paesi membri fondatori della piattaforma sono l'Argentina, il Canada, il Cile, la Cina, l'India, il Kenya e il Marocco. Nel tempo hanno aderito anche Hong Kong, l'Indonesia, il Giappone, la Malesia, la Nuova Zelanda, la Norvegia, il Senegal, Singapore, la Svizzera e la Gran Bretagna. Complessivamente, i membri della piattaforma concorrono ad integrare il 55% delle emissioni globali, il 55% del PIL mondiale e il 50% della popolazione mondiale.

di identificare e cogliere le opportunità di investimento verde in tutto il mondo<sup>51</sup>.

Insieme alla Piattaforma, costituita in larga parte da autorità politiche, anche le Nazioni Unite sono impegnate nella promozione di una finanza sempre più sostenibile mediante la *Sustainable Stock Exchanges Initiative* (SSE Initiative), programma di partenariato organizzato da UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), UN Global Compact, UNEP-FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative) e PRI (Principles for Responsible Investment). La SSE Initiative costituisce un partenariato pubblico-privato con prospettive di sviluppo molto interessanti, in quanto formato da un insieme di rappresentanti delle Nazioni Unite, di istituzioni finanziarie, di investitori internazionali uniti nell'intento di applicare al settore finanziario alcuni importanti principi aziendali relativi ai diritti umani, alla tutela dell'ambiente, al lavoro e alla lotta alla corruzione nonché altri finalizzati a rendere gli investimenti maggiormente responsabili.

La SSE Initiative intende rappresentare una piattaforma globale di investitori, società (emittenti), autorità di regolamentazione, responsabili politici e organizzazioni internazionali pertinenti, mirata a facilitare il rispetto dei criteri ESG (ambientali, sociali e di governo societario) e ad incoraggiare investimenti sostenibili, compreso il finanziamento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Lo strumento per realizzare tale obiettivo è costituito da un programma integrato di analisi politiche documentate, che rafforzi il consenso sul rispetto dei predetti principi e fornisca assistenza tecnica e servizi di consulenza.

L'aspetto più interessante dell'Iniziativa è l'intento di perseguire, in ambito finanziario, un orientamento culturale alla sostenibilità di tipo "spontaneo" e non "coattivo". I principi menzionati si configurano giuridicamente come *Soft Law*, che non è un sistema di norme giuridicamente vincolante, ma un insieme di disposizioni

---

<sup>51</sup> Per approfondimenti sull'attività della Piattaforma si veda il sito della Commissione europea [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu), alla pagina ad essa dedicata.

e di principi che orienta e *condiziona* determinati settori ed attività. L'obiettivo fondamentale da perseguire in sede internazionale mediante le suddette regole diventa *l'orientamento culturale alla sostenibilità*, il "condizionamento culturale" del settore finanziario alla realizzazione dei criteri ESG, sia nel pubblico che nel privato.

Analogo intento emerge dai *Green Bond Principles*, dai *Social Bond Principles*, dalle *Sustainability Bond Guidelines* e dai *Sustainability-Linked Bond Principles* dell'ICMA (International Capital Markets Association, organizzazione non governativa formata da alcuni stakeholder del settore finanziario), aventi natura di meri principi orientativi.

I suddetti principi sono linee guida procedurali a carattere non vincolante aventi lo scopo di assicurare la diffusione e la trasparenza di informazioni, nonché di promuovere l'integrità nella crescita del mercato dei *Green, Social, Sustainability e Sustainability-Linked Bonds*, delineando e precisando l'approccio adeguato per l'emissione dei titoli in questione. Le regole possono costituire strumenti molto utili per fornire agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave per l'emissione dei predetti *Bond* ed assistere gli investitori promuovendo e consentendo l'accesso alle informazioni necessarie per valutare l'impatto positivo dei propri investimenti. Inoltre, tali principi rappresentano un importante supporto per i sottoscrittori dei titoli, indirizzando il mercato nella divulgazione di informazioni utili ad agevolare molteplici transazioni<sup>52</sup>.

Parallelamente agli strumenti regolatori descritti, sussistono alcune

---

<sup>52</sup> I principi in questione raccomandano agli emittenti di seguire e di rispettare una procedura trasparente e di comunicare agli stakeholder informazioni precise, integre ed accurate, utilizzate da istituti bancari, investitori, sottoscrittori e consulenti finanziari al fine di acquisire una maggiore conoscenza relativa alle caratteristiche di ogni singolo Bond. Le suddette regole precisano, in particolare, l'uso dei proventi, il processo di valutazione e selezione del progetto, la gestione dei proventi e le attività di *reporting*. Per approfondimenti sui principi in questione si rinvia a REED, CORT, YONAVJAK, *Data-Driven Green Bond Ratings as a Market Catalyst*, in *The Journal of Investing ESG*, Special Issue 2019, 28 (2), p. 66 ss. E GYURA, *Green Bonds and Green Bond Funds: The Quest for the Real Impact*, in *The Journal of Alternative Investments*, 2020, 23 (1), p. 71 ss.



infrastrutture private che forniscono principalmente dati finanziari globali (come il *London Stock Exchange Group*), nonché organizzazioni dedicate a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ecologica (come la *Climate Bonds Initiative*)<sup>53</sup>.

Contrariamente all'ambito internazionale, il quadro normativo della finanza sostenibile tratteggiato a livello di Unione europea risulta più evoluto<sup>54</sup>.

Da tempo la sostenibilità è al centro dell'attività dell'Unione europea e i trattati istitutivi ne riconoscono le dimensioni sociale e ambientale. Il progetto delle istituzioni europee è incentrato su una crescita economica più sostenibile, sulla stabilità del sistema finanziario e sulla promozione di una maggiore trasparenza.

Nel 2016 la Commissione ha istituito un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (Technical Expert Group on Sustainable Finance), che fornisce consulenza alla Commissione sull'adeguatezza dei criteri di vaglio tecnico delle attività e sull'approccio adottato dalla piattaforma per quanto riguarda l'elaborazione dei criteri<sup>55</sup>.

All'inizio del 2018 il gruppo di esperti ha pubblicato la sua relazione finale che illustra una visione globale sulle modalità di elaborazione di una strategia finanziaria sostenibile per l'Unione europea. Da tale relazione emergono due azioni

---

<sup>53</sup> Per maggiori dettagli si vedano i rispettivi siti internet *lseg.com* e *climatebonds.net*

<sup>54</sup> Sulla normativa europea si veda, recentemente, LOMBARDI, *La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, p. 80 ss. Per quanto riguarda il diritto interno, le principali disposizioni in materia di finanza sostenibile sono contenute nell'art. 111-bis del T.U. bancario e finanziario (che detta alcuni principi identificativi e agevolazioni relativi agli operatori bancari di finanza etica e sostenibile), nel D.Lgs. n. 254/2016, di attuazione della direttiva 2014/95/UE sugli obblighi informativi di carattere non finanziario, e nei provvedimenti e documenti della CONSOB (Regolamento CONSOB n. 20267/2018, di attuazione del predetto decreto, nonché alcuni Orientamenti, sempre in materia di obblighi informativi) e della Banca d'Italia (cfr., in particolare, la Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, con i relativi aggiornamenti); peraltro, avendo la disciplina dell'Unione europea in materia di sostenibilità finanziaria per lo più natura regolamentare, essa trova applicazione diretta nel nostro ordinamento giuridico, integrandolo.

<sup>55</sup> Cfr. art. 24 Reg. 2020/852, cit. In particolare, ai sensi dell'art. 23 del predetto regolamento, il gruppo di esperti viene consultato dalla Commissione prima dell'adozione e durante l'elaborazione degli atti delegati, nell'ambito dell'acquisizione di tutte le cognizioni necessarie a formulare il contenuto degli atti in questione.

assolutamente necessarie: accrescere il contributo della finanza allo sviluppo economico sostenibile e inclusivo del territorio mediante il finanziamento delle esigenze a lungo termine della società; rendere la stabilità finanziaria un punto fermo, integrando i fattori ESG nel processo decisionale sugli investimenti.

Il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*<sup>56</sup> è stato adottato dalla Commissione europea nel 2018. Il documento, consistente in una tabella di marcia per l'incremento della finanza sostenibile, con relative proposte e scadenze, si propone principalmente la crescita degli investimenti in progetti sostenibili, mediante una maggiore integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi finanziari, nonché una migliore trasparenza e una visione a lungo termine per le decisioni in materia di investimenti, per una maggiore consapevolezza degli operatori.

Il piano ha dato inizio ad un percorso di incremento della sostenibilità in tutti i settori economici mediante finanziamenti sempre più cospicui. In tale ambito si inserisce il varo del Green Deal europeo nel 2019, mediante il quale le istituzioni europee si sono assunte il compito di eliminare le emissioni di gas a effetto serra entro il 2050 e di contribuire agli sforzi della comunità internazionale per attuare l'Accordo di Parigi. Analogamente, il Next Generation EU – adottato nel 2020 a seguito della crisi economico-sociale provocata dalla pandemia di Covid-19 – costituisce un piano per dare impulso alla ripresa secondo un modello di crescita maggiormente inclusivo e con un impatto ambientale ridotto<sup>57</sup>.

Anche la *Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile*<sup>58</sup> si inserisce nel percorso innanzi menzionato. Da tale documento si

---

<sup>56</sup> COM(2018) 97 final dell'8 marzo 2018.

<sup>57</sup> Si vedano, rispettivamente, le Comunicazioni della Commissione europea dell'11 dicembre 2019 (COM(2019) 640 final) *Il Green Deal europeo* e del 27 maggio 2020 (COM(2020) 456 final) *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*.

<sup>58</sup> Comunicazione della Commissione europea del 6 luglio 2021 (COM(2021) 390 final) *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*.

evinces che il superamento di alcune sfide del mercato è indispensabile affinché la finanza sostenibile divenga veicolo essenziale per orientare i capitali verso progetti compatibili con la decarbonizzazione dell'economia e la promozione della giustizia sociale.

In primo luogo, in materia finanziaria è necessaria l'introduzione di definizioni e classificazioni condivise su temi e strumenti riguardanti la sostenibilità (cioè l'individuazione certa delle attività realmente sostenibili).

Appare inoltre indispensabile rendere il mercato finanziario più trasparente, cioè combattere il *greenwashing* e coltivare la fiducia degli investitori mediante informazioni precise e rigorose sulle caratteristiche relative alla sostenibilità degli investimenti, dei prodotti e dei servizi finanziari.

Infine, per il ruolo cruciale assunto dai dati nell'ambito degli strumenti del mercato, è essenziale incrementarne la quantità, qualità e comparabilità in relazione ai rischi ambientali e sociali e all'impatto delle attività economiche e degli investimenti sui fattori di sostenibilità. I dati in questione sono divulgati da aziende, analizzati ed eventualmente valutati da società competenti. Inoltre, essi sono adoperati dagli operatori finanziari per compiere scelte d'investimento sostenibile più solide nonché per comunicare in maniera adeguata tali scelte ai consumatori e ai risparmiatori. Tali dati rappresentano, dunque, il presupposto di definizioni e scelte condivise e risultano indispensabili per una maggiore trasparenza nel settore finanziario.

In linea con gli obiettivi della strategia le istituzioni dell'Unione europea hanno varato diverse misure, entrate a far parte della normativa comunitaria e racchiuse fondamentalmente nella cd. *tassonomia* delle attività economiche eco-compatibili, cioè la definizione e classificazione da parte delle istituzioni dell'Unione europea delle attività considerate sostenibili, introdotta con il citato Regolamento 852/2020.

Classificando e certificando le attività conformi agli obiettivi di sostenibilità, la tassonomia detta un quadro di certezza normativa essenziale per gli investimenti finanziari rivolti al perseguimento di tali attività, nell'ambito dei traguardi climatici fissati a livello UE e delle relative direttive impartite dalle istituzioni europee, indirizzate principalmente al settore economico e finanziario. In particolare, tale classificazione consente agli investitori di identificare le attività che, svolte in conformità di determinati criteri tecnici determinati su base scientifica, contribuiscono a raggiungere gli obiettivi ambientali e climatici dell'UE. La tassonomia ha, dunque, lo scopo di concorrere al miglioramento dei flussi monetari verso attività sostenibili nel territorio dell'Unione europea attraverso la confluenza degli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, al fine di rendere l'Europa climaticamente neutra entro il 2050.

Il regolamento stabilisce, all'art. 3, i criteri che devono essere applicati nell'ambito del territorio dell'Unione europea al fine di classificare un'attività economica "ecosostenibile". Tale articolo qualifica come tali le attività che contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali, fissati dall'art. 9<sup>59</sup> e meglio specificati nei successivi artt. 10-16; non arrecano un danno significativo a nessuno degli obiettivi menzionati<sup>60</sup>; sono svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; sono conformi ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione attraverso gli atti delegati<sup>61</sup>.

In particolare, i criteri di vaglio tecnico stabiliti negli atti delegati consistono

---

<sup>59</sup> In base all'art. 9, sono considerati obiettivi ambientali la mitigazione dei cambiamenti climatici; l'adattamento ai cambiamenti climatici; l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un'economia circolare; la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

<sup>60</sup> In merito al principio del "do not significant harm", contenuto nel regolamento tassonomia e recepito dal Programma Next Generation EU (NGEU) e dall'art. 5 del regolamento 241 del 2021 - relativo al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (principale strumento del NGEU) - cfr. AMMANNATI, *Transizione energetica, "just transition" e finanza*, cit., p. 304 s.

<sup>61</sup> Il potere di adottare atti delegati è conferito alla Commissione alle condizioni stabilite nell'art. 23 del Regolamento Tassonomia.

nella specificazione delle condizioni di realizzazione degli obiettivi ambientali, integrando quelle previste negli artt. 10-16, e consentono di determinare se un'attività economica arreca un danno significativo a uno o più di tali obiettivi.

Tra gli atti delegati, è opportuno menzionare l'“atto delegato *Clima* della tassonomia”<sup>62</sup>, il quale fissa i criteri di vaglio tecnico per determinare le attività economiche che possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

Inoltre, l'“atto delegato *Informativa* della tassonomia”<sup>63</sup> precisa il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni oggetto dell'obbligo di comunicazione da parte delle imprese finanziarie e non finanziarie al fine della conformità delle relative attività alla tassonomia dell'UE.

Il primo atto delegato, deputato a fissare i criteri di vaglio tecnico per le attività idonee a contribuire alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, include molteplici settori ed attività conformi ai predetti criteri. Tuttavia, per alcuni la scelta relativa all'inserimento nell'ambito delle predette attività non è risultata agevole. Tale è stato il caso dell'energia nucleare, a causa della necessità di approfondire la valutazione degli aspetti di tale fonte di produzione di energia rispondenti al principio “non arrecare un danno significativo”. In merito al gas naturale, a parere della Commissione era opportuna una riflessione ulteriore sul ruolo ricoperto da tale fonte energetica nella transizione ecosostenibile dell'economia dei Paesi membri dell'UE.

Sebbene la tutela dell'ambiente e la lotta al cambiamento climatico costituiscano dei traguardi generali nell'ambito degli Stati dell'Unione europea, la competenza in materia di scelte relative al mix energetico (cioè alle fonti che

---

<sup>62</sup> Regolamento delegato della Commissione europea 2021/2139 del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio.

<sup>63</sup> Regolamento delegato della Commissione europea 2021/2178 del 6 luglio 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio.

contribuiscono alla produzione di energia) è una prerogativa degli Stati membri, variando sensibilmente da Paese a Paese: tale mix energetico è composto, in alcuni Stati, per larga parte ancora dal carbone ad alte emissioni di anidride carbonica. Per tale motivo la tassonomia, oltre a spingere gli investimenti verso gli obiettivi di sostenibilità ambientale, tutela anche le scelte degli Stati relative ai tipi di fonti di produzione di energia, riflettenti generalmente le diverse peculiarità nazionali.

In aggiunta, ai sensi del regolamento 2020/852, oltre ad orientare i finanziamenti privati verso tecnologie climaticamente neutre, come la produzione di energia da fonti rinnovabili, essa mira a sostenere anche settori economici ed attività non climaticamente neutre ma potenzialmente idonee, a condizioni rigorose e per un periodo di tempo limitato, ad agevolare il passaggio verso un sistema energetico sostenibile: la produzione di energia da gas naturale e l'energia nucleare rientrano certamente in tale ambito.

In base a tali considerazioni, seguendo la valutazione tecnica del Centro comune di ricerca<sup>64</sup>, la Commissione europea ha inserito nell'ambito delle attività considerate sostenibili ai sensi del Regolamento delegato del 9 marzo 2022<sup>65</sup> la produzione di energia da gas e l'energia nucleare, sebbene con alcuni limiti relativi alle emissioni<sup>66</sup>.

L'introduzione nella tassonomia di tali attività economiche è giustificata dal contributo fondamentale fornito alla produzione di energia in molti Stati dell'UE, tenendo soprattutto in considerazione il livello attuale di sviluppo dell'energia

---

<sup>64</sup> Tale Centro, denominato anche con l'acronimo JRC, è il servizio scientifico interno della Commissione, deputato a supportare il processo decisionale dell'UE mediante consulenze scientifiche e basate su prove concrete ed indipendenti.

<sup>65</sup> sul quale si sono già espressi positivamente sia il Consiglio che il Parlamento europeo.

<sup>66</sup> Peraltro, il summenzionato gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile ha ritenuto tali limiti non sufficienti a garantire il rispetto degli obblighi climatici assunti dall'UE, raccomandando di esaminare in maniera più approfondita alcuni aspetti problematici: gli effetti delle attività di estrazione e separazione dell'uranio (svolte principalmente al di fuori dell'Unione europea); le incertezze relative allo smaltimento finale dei rifiuti nucleari ad alta attività, che rimane una questione aperta per la ricerca; l'impatto delle radiazioni sull'ambiente, specificamente per quanto riguarda la protezione delle acque e delle risorse marine.

rinnovabile, ancora insufficiente a soddisfare la domanda, nonché la scarsa disponibilità di risorse energetiche alternative.

Con riferimento al settore energetico e all'orientamento dei relativi finanziamenti è possibile, dunque, avanzare un'interpretazione del principio di non arrecare danni significativi all'ambiente conforme ad un bilanciamento della tutela dei diversi interessi in gioco. Secondo tale interpretazione sembra equo ed opportuno un orientamento degli investimenti verso forme di energia idonee, da un lato, a produrre il maggior sviluppo possibile della società in termini di benessere e qualità della vita (quindi di disponibilità di energia in termini quantitativi); dall'altro, a raggiungere tale risultato a basso costo, per tutelare le fasce più deboli della popolazione ed azzerare la cd. "povertà energetica"; parallelamente, a realizzare i predetti obiettivi tutelando il più possibile e con i minori rischi l'ambiente.

Ci sembra che una siffatta interpretazione del principio in questione si adatti nel miglior modo possibile alla concezione tridimensionale dello sviluppo sostenibile il quale, se perseguito senza tener conto contemporaneamente delle tre componenti che lo formano, non può realizzarsi completamente, quale tutela ambientale, sviluppo economico e democratizzazione ed inclusione sociale. In altri termini, reale benessere dell'essere umano e dell'ambiente in cui vive.

Passando, infine, ad un'ultima riflessione sul significato del termine "tassonomia" nei documenti europei, oltre a designare una classificazione delle attività conformi agli obiettivi di sostenibilità, esso ha la funzione di "certificazione", contribuendo a delineare un quadro di certezza normativa essenziale per gli investimenti finanziari rivolti al perseguimento di tali attività, nell'ambito dei traguardi climatici fissati a livello UE e delle relative direttive impartite dalle istituzioni europee, indirizzate principalmente al settore economico e finanziario. Conseguentemente, tale certificazione ha forti ripercussioni anche in termini di migliori possibilità di finanziamento delle attività in essa contenute, considerate a

tutti gli effetti “sostenibili”.

Contribuendo al miglioramento dei flussi monetari verso attività sostenibili nel territorio dell’Unione europea attraverso la confluenza degli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, la tassonomia dell’UE è uno strumento di certezza e di trasparenza fondato su criteri scientifici e rivolto alle imprese e agli investitori, i quali sono tenuti anche a diversi obblighi informativi relativi soprattutto alla gestione dei rischi. Tali soggetti potranno utilizzare tale strumento per investire in progetti e attività economiche con significative ricadute positive sul clima e sull’ambiente, contribuendo al perseguimento della neutralità climatica dell’UE al 2050.

Tassello fondamentale per garantire che le attività e gli investimenti menzionati nei diversi atti in materia di tassonomia siano realmente sostenibili sono i diversi obblighi informativi a carico delle imprese e degli emittenti, previsti dalla normativa di settore.

La Direttiva 2014/95/UE<sup>67</sup> sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni<sup>68</sup> prescrive alcuni obblighi informativi relativi alle politiche adottate e ai risultati ottenuti in materia ambientale e sociale, nonché alle misure relative al personale, alla tutela dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione. In caso di mancata applicazione delle politiche oggetto della Direttiva, le imprese hanno l’obbligo di motivare tale comportamento in base al principio “comply or explain”.

Le linee guida dettate dalla Commissione nel del 2019, integrando la normativa in questione, hanno fornito alcuni dettagli sulle modalità di comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico,

---

<sup>67</sup> Recepita nel nostro Paese con il D.Lgs n. 254 del 30.12.2016.

<sup>68</sup> Aziende quotate con un numero di dipendenti superiore a 500 e il cui totale dell’attivo dello stato patrimoniale sia superiore a 20.000.000 di euro, nonché il totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni risulti superiore a 40.000.000 di euro.



risultando peraltro non vincolanti<sup>69</sup>.

Il regolamento n. 2088/2019 sulla trasparenza delle informazioni in materia di sostenibilità<sup>70</sup> (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR) ha introdotto obblighi informativi sulla sostenibilità in materia di politiche di investimento e di prodotti finanziari rivolti ai partecipanti ai mercati e ai consulenti.

La norma contiene una definizione molto articolata di “investimento sostenibile”, che, insieme alle norme comuni sulla divulgazione di informazioni in materia di sostenibilità, conferisce certezza e trasparenza nell’ambito del mercato finanziario contro il diffuso fenomeno del cd. *greenwashing*<sup>71</sup>.

In relazione ai dati sul rispetto dei criteri ESG che gli operatori e i consulenti finanziari devono comunicare sul proprio sito web, essi riguardano sia i processi che seguono per prendere le decisioni d’investimento che tutti i prodotti finanziari che vendono sui mercati dell’Unione Europea.

In particolare, tali dati sono relativi alle modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali, alla coerenza delle politiche di remunerazione con l’integrazione dei rischi, nonché alle modalità di individuazione, analisi e riduzione degli impatti negativi delle politiche d’investimento sui fattori di sostenibilità. In caso di mancata considerazione degli impatti negativi da parte dei

---

<sup>69</sup> La proposta di Direttiva della Commissione europea sulla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), adottata il 21 aprile 2021, è destinata ad aggiornare gli obblighi informativi previsti dalla Direttiva 2014/95.

<sup>70</sup> Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>71</sup> L’art. 2, n. 17, definisce sostenibile un “investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali”.

soggetti in questione, analogamente a quanto previsto dalla direttiva summenzionata, essi sono tenuti a comunicarne in modo chiaro il motivo.

Con riferimento alle politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità, ai sensi del regolamento gli operatori devono comunicare le modalità in cui tengono in considerazione tali rischi nelle decisioni di investimento e le possibili conseguenze sui rendimenti per tutti i prodotti finanziari, essendo tenuti anche in tal caso a fornire chiare motivazioni sull'eventuale mancata considerazione dei suddetti rischi. Le informazioni sono contenute nell'informativa precontrattuale<sup>72</sup>.

I vincoli più stringenti riguardano le informazioni sui prodotti sostenibili, classificati in due categorie previste, rispettivamente, all'art. 8 e 9. I prodotti della prima promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, integrando in modo vincolante nel processo d'investimento prassi di buona governance<sup>73</sup>. Quelli della seconda hanno come obiettivo gli investimenti sostenibili, come definiti dall'art. 2, n. 17 cit.

La classificazione in una delle due categorie comporta la divulgazione di informazioni chiare relative al rispetto delle caratteristiche di sostenibilità, oppure alle modalità di raggiungimento degli obiettivi d'investimento sostenibile, da inserire nel sito web, nell'informativa precontrattuale, nonché nella rendicontazione periodica.

Un'ulteriore misura europea di certezza normativa per gli emittenti, che introduce uno standard di riferimento relativo ai prodotti sostenibili, è rappresentata dalla Proposta di regolamento su una norma volontaria europea per

---

<sup>72</sup> Dal 30 dicembre dell'anno in corso (2022) tali informazioni dovranno riguardare anche l'impatto negativo delle decisioni in materia di investimenti sui fattori di sostenibilità.

<sup>73</sup> Evitando sistematicamente di investire in determinati settori, emittenti o Paesi in funzione del rispetto di alcuni principi e valori (si pensi all'esclusione degli investimenti in imprese produttrici di armi e tabacco, o nella ricerca condotta mediante test su animali), ovvero adottando l'approccio *best in class*, consistente in una selezione degli emittenti in portafoglio in base a criteri ESG, preferendo gli emittenti migliori nell'ambito di determinate categorie.

le obbligazioni verdi<sup>74</sup>.

Al fine di incentivare il finanziamento degli investimenti sostenibili, tale regolamento dovrebbe introdurre uno standard rigoroso di riferimento al quale aderire volontariamente sull'uso che le imprese e le autorità pubbliche possono fare di tali strumenti con finalità di raccolta fondi sul mercato dei capitali, per il finanziamento di investimenti ambiziosi. Mediante l'applicazione del predetto standard di riferimento, detto finanziamento dovrebbe essere attuato nel rispetto di requisiti rigorosi di sostenibilità, tutelando in tal modo gli investitori e il mercato dal fenomeno del *greenwashing* e garantendo, al tempo stesso, il sostegno finanziario a progetti ambientali realmente sostenibili.

7. «(L)o *sviluppo* è un ampio processo (...) che mira al costante miglioramento del benessere dell'intera popolazione e di tutti gli individui sulla base della loro attiva, libera e significativa partecipazione allo sviluppo e nell'equa distribuzione dei benefici che ne derivano»<sup>75</sup>.

Il concetto di sviluppo sostenibile è un criterio trivalente, che si compone di aspetti ambientali, economici e sociali.

La *sostenibilità ambientale* implica la protezione degli equilibri ecosistemici, la tutela della biodiversità, la possibilità di rinnovamento delle risorse, in modo tale da consentire all'ambiente naturale il mantenimento inalterato delle proprie caratteristiche. La *sostenibilità economica* è la capacità di un sistema economico di generare una crescita duratura degli indicatori economici, mediante la creazione di reddito e lavoro per il sostentamento delle popolazioni nonché attraverso un'efficace combinazione delle risorse. La *sostenibilità sociale* può essere definita come la capacità di garantire condizioni di benessere umano (sicurezza, salute,

---

<sup>74</sup> Proposta della Commissione europea sull'*European Green Bond Standard* del 6 luglio 2021, modificata dal Consiglio e dal Parlamento europeo nella primavera del 2022.

<sup>75</sup> Cfr. Preambolo della *Dichiarazione sul diritto allo sviluppo*, adottata il 4 dicembre 1986 dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con Risoluzione 41/128.

istruzione) equamente distribuite per classi e per genere, cosicché esso possa crescere, ma non peggiorare<sup>76</sup>.

Come espresso dalla stessa definizione del principio dello sviluppo sostenibile, la sostenibilità si pone in termini accessori rispetto al concetto di sviluppo (“sostenibile” è un aggettivo che specifica i caratteri dello “sviluppo”): per essere conforme a tale principio, un’attività deve in primo luogo contribuire allo sviluppo, e poi se ne vaglia la sostenibilità.

Da quanto premesso, il primo aspetto da tenere in considerazione nel definire la sostenibilità di un’attività o di un servizio è il contributo al benessere e alla qualità della vita della collettività. In particolare, con riferimento ai servizi, il termine inglese *utility* ben evidenzia l’utilità dei servizi medesimi, cioè la garanzia finalizzata allo svolgimento normale della vita dell’essere umano in ambito sociale ed economico.

Il principio dello sviluppo sostenibile è sorto nel contesto delle conferenze internazionali e, in particolare, nell’ambito della promozione dello sviluppo dei territori meno avanzati, con riferimento ad attività che, prima di essere valutate in termini di compatibilità ambientale, dovevano contribuire allo sviluppo sociale ed economico della società di riferimento<sup>77</sup>. Dunque, la valutazione dell’impatto ambientale riguarda generalmente le attività e i servizi utili per lo sviluppo economico e sociale: il vaglio della sostenibilità ambientale è strettamente connesso a quello della sostenibilità economica e sociale.

Le diverse dimensioni della sostenibilità mirano al perseguimento di obiettivi specifici. Privilegiare solo una o due dimensioni «significa avere una visione non

---

<sup>76</sup> Per tali riferimenti cfr. MCKENZIE, *Social sustainability: Towards some definitions*, 2004, <http://www.semanticscholar.org>; VALERA, *La sostenibilità: un concetto da chiarire*, in *Economia & diritto agroalimentare*, 17, 1, 2012, p. 39 ss.; nonché SILVESTRI, *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, in *Gentes*, II, dicembre 2015, p. 217.

<sup>77</sup> Per eventuali approfondimenti sul principio in questione, con particolare riferimento alle sue origini nell’ambito delle diverse conferenze internazionali, ci si permette di rinviare al nostro *Energia sostenibile. Diritto internazionale, dell’Unione europea e interno*, Torino, 2012, p. 1 ss.

sostenibile e parziale dello sviluppo in un'ottica solo conservazionista (sviluppo ambientale e sviluppo economico), ecologica (sviluppo ambientale e sociale) oppure socio-economica (sviluppo economico e sociale)»<sup>78</sup>.

L'esame della sostenibilità presuppone quindi una comparazione tra le diverse attività e servizi (e conseguentemente tra i relativi finanziamenti) con riferimento al contributo fornito allo sviluppo economico e sociale, oltre che alla tutela ambientale.

Con particolare riferimento all'aspetto sociale della sostenibilità, la normativa e le conseguenti procedure di validazione delle attività e dei prodotti finanziari sono ancora poco diffuse, con ricadute negative molto rilevanti in termini di gestione dei rischi relativi al fenomeno del *socialwashing* (analogo al *greenwashing* ma attinente al perseguimento fittizio di obiettivi sociali).

In un contesto internazionale e nazionale nel quale la sostenibilità sociale emerge a gran voce come componente essenziale dello sviluppo<sup>79</sup>, l'esigenza di colmare le lacune normative in materia di finanza sostenibile relative alla dimensione sociale della sostenibilità diventa fondamentale.

Per tali considerazioni, affinché la predetta disciplina possa rappresentare realmente un punto di riferimento certo, sia per le aziende che per gli investitori, idoneo a supportare adeguatamente la crescita degli investimenti e delle attività sostenibili, è necessario che essa prenda in adeguata considerazione i requisiti di tali attività sia in termini di sostenibilità ambientale che di sostenibilità economica e

---

<sup>78</sup> Cfr. ancora SILVESTRI, *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, cit., p. 217.

<sup>79</sup> Nel contesto internazionale, l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite contiene diversi richiami espliciti e dettagliati alla sostenibilità sociale nei vari punti dei 17 *Sustainable Development Goals*. Con riferimento alla dimensione nazionale, la nostra Costituzione già dai primi articoli evidenzia, nei principi fondamentali, esigenze essenziali di sostenibilità sociale. Cfr., per tutti, l'articolo 3, comma 2, in base al quale: "È compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese".

sociale. Affinché la finanza sostenibile divenga strumento essenziale per il perseguimento di obiettivi “reali” di sostenibilità, la valutazione insita nei criteri di sostenibilità deve risultare, quindi, dal *bilanciamento* di considerazioni relative sia al contributo economico e sociale che all’impatto ambientale delle attività oggetto di valutazione.

Autorevole dottrina ritiene che sia «compito della ricerca [...] verificare se, in una prospettiva di lungo periodo, sia configurabile un ‘ritorno alla normalità’, segnato dalla pace e dal superamento delle crisi economico-finanziarie»<sup>80</sup>. Riteniamo che la condizione per dare una risposta positiva sia una più diffusa realizzazione di una migliore qualità della vita, il cui vettore principale è rappresentato dalla sostenibilità “reale”, intesa cioè non solo come tutela ambientale, ma come equilibrio tra tutela ambientale, sviluppo economico e benessere sociale, equamente distribuiti.

**Susanna Quadri**

*Associato di Diritto internazionale  
nell’università degli Studi di Napoli “Parthenope”*

---

<sup>80</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 5.

**IL REGIME TRANSITORIO E DI PRIMA APPLICAZIONE DELLA  
NUOVA DISCIPLINA SUGLI ASSETTI PARTECIPATIVI DELLE  
BANCHE NEL D.LGS. 8 NOVEMBRE 2021, N. 182 \* \*\***

*(The transitional and savings provisions in the framework of the new rules on the prudential assessment of qualifying holdings in the Legislative Decree No. 182 of 8 November 2021)*

**ABSTRACT:** *The transitional provisions contained in Legislative Decree No. 182 of 2021 appear in many respects to be anything but provisional. In many ways they preserve the status quo for an indefinite period of time, even when it would seem difficult to discern any technical or overriding economic and social reasons underlying the decision to preserve intact, with respect to the new legislation just adopted, the qualifying holdings already existing and in some cases even those still in the making*

**SOMMARIO:** 1. Premessa: diritto transitorio e diritto intertemporale; eterogeneità delle disposizioni transitorie in materia di assetti proprietari delle banche. - 2. Il differimento dell'obbligo di comunicazione degli atti e fatti sopravvenuti idonei a incidere sui presupposti dell'autorizzazione. - 3. La sottrazione al criterio del demoltiplicatore delle partecipazioni indirette tramite catena partecipativa anteriori alla data del 1° gennaio 2023. - 4. Il regime transitorio in materia di azione di concerto. - 5. Il prolungamento in via transitoria della precedente disciplina transitoria in materia di requisiti di onorabilità, competenza e correttezza. - 6. Conclusioni.

1. Il decreto legislativo 8 novembre 2021, n. 182 – adottato a seguito delle modifiche introdotte con la direttiva (UE) 2019/878 (quinta direttiva sui requisiti patrimoniali: CRD V) e col regolamento (UE) 2019/876 di modifica del regolamento

---

\*Contributo approvato dai revisori.

\*\*Il presente scritto riproduce il testo della relazione svolta al seminario su “Assetti proprietari di banche e altri intermediari: nuove disposizioni Banca d’Italia” tenutosi in modalità telematica il 17 novembre 2022.

(UE) n. 575/2013 (relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento: CRR) al quadro regolamentare europeo definito sulla base delle norme concordate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel 2010 (quadro di Basilea III) – contiene due articoli che, per la corrispondente rubrica, contengono “disposizioni transitorie” concernenti rispettivamente le modificazioni apportate al testo unico bancario (articolo 3) e al testo unico dell’intermediazione finanziaria (articolo 4).

Transitorie sono le disposizioni che accompagnano il passaggio da un assetto normativo a uno nuovo per assicurare l’ordinata successione nel tempo delle situazioni giuridiche. Si tratta di disposizioni che per il loro scopo dovrebbero essere temporanee, per definizione destinate alla provvisorietà non in quanto soggette a un termine, ma perché il loro oggetto è destinato a esaurirsi.

Nell’uso corrente la locuzione è adoperata per designare disposizioni di contenuto variabile che assolvono funzioni diverse a seconda del caso, tanto che in una voce enciclopedica classica<sup>1</sup>, decenni addietro, se ne propugnò una classificazione tipologica quadripartita basata su una distinzione tra: (i) le disposizioni che definiscono l’esatto momento di passaggio tra la vecchia e la nuova normativa stabilendo se e fino a che punto la nuova retroagisca e quella abrogata sia ultrattiva; (ii) quelle che, per preservare le situazioni giuridiche pendenti rispetto a un mutamento troppo brusco e radicale del quadro normativo, le assoggettano a una disciplina apposita che si pone al mezzo tra quella precedente e la nuova; (iii) quelle che, per dar tempo di prepararsi al mutamento, differiscono nel tempo l’inizio di efficacia della nuova norma e dettano una disciplina intermedia applicabile nel periodo di *vacatio*; (iv) quelle che, prive di unità concettuale e definibili solo in opposizione ai primi tre

---

<sup>1</sup> G.U. RESCIGNO, *Disposizioni transitorie*, in Enc. Dir., XII, Milano, 1964, p. 220 s. Sul tema in generale, per quanto riguarda le principali voci delle enciclopedie giuridiche, cfr. R. QUADRI, *Disposizioni transitorie*, in Noviss. Dig. It., V, Torino, 1960; G. GRATTANELLI DE SANTI, *Diritto transitorio*, in Enc. giur. Treccani, Roma, 1989; E. BINDI, *Diritto transitorio. Postilla di aggiornamento*, in Enc. giur. Treccani, Roma, 2007; P. SCARLATTI, *Disposizioni transitorie (diritto costituzionale)*, in Dig. Disc. Pubbl., Agg., VIII, Torino, 2021.



tipi, sarebbero da racchiudere in un gruppo residuale.

Disposizioni transitorie in senso proprio sarebbero soltanto quelle del secondo tipo, che, emanate in occasione di un cambiamento legislativo, «*hanno per oggetto situazioni giuridiche pendenti nel momento in cui inizia l'efficacia delle nuove norme e per contenuto una disciplina diversa da quella e della vecchia e della nuova norma e tale comunque che presenti delle particolarità rispetto o alla vecchia o alla nuova norma*»<sup>2</sup> e che, in ragione del loro oggetto circoscritto, non sono d'indefinita applicazione, ma disciplinano un numero determinato, anche se in pratica spesso indeterminabile, di fattispecie preesistenti.

Tutte le altre costituirebbero ora norme di diritto intertemporale, ora disposizioni transitorie in senso lato o improprio, queste ultime destinate a regolare non un numero finito e astrattamente determinabile di fattispecie esistenti, ma un numero indeterminabile di casi futuri, finché l'entrata in vigore della nuova disciplina non segni la fine del regime transitorio.

Su questa premessa, limitando l'analisi alla materia degli assetti partecipativi delle banche che qui nello specifico interessa, è facile scorgere la natura profondamente eterogenea che connota le varie disposizioni racchiuse nella disciplina nominalmente transitoria dettata dal d.lgs. n. 182 del 2021 in relazione alle modificazioni dallo stesso apportate al testo unico bancario e in particolare il carattere dilatorio, più che transitorio, di alcune di esse (lo stesso potrebbe dirsi per le disposizioni transitorie concernenti le modificazioni al testo unico dell'intermediazione finanziaria, che ricalcano per molti versi l'articolo precedente).

Ma procediamo con ordine.

2. L'art. 3, rubricato «*Disposizioni transitorie concernenti le modificazioni del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385*», si compone di dieci commi equamente ripartiti tra disposizioni in materia di assetti partecipativi e disposizioni ri-

---

<sup>2</sup> G.U. RESCIGNO, *Disposizioni transitorie* cit., pag. 227 s.

guardanti la disciplina dei gruppi bancari.

Il primo comma dell'articolo posticipa l'applicazione del nuovo comma 2-bis dell'articolo 20 (che fa obbligo di comunicare alla Banca d'Italia «*gli atti e i fatti idonei a far venire meno o modificare i presupposti e le condizioni sulla base dei quali l'autorizzazione è stata rilasciata*») circoscrivendola agli atti e fatti successivi «*alla data dell'entrata in vigore della relativa disciplina attuativa, emanata ai sensi dell'articolo 20, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385*».

Il rinvio offre l'occasione per richiamare alcuni dati da tener presente nella lettura di questa e delle norme successive.

Poiché il d.lgs. n. 182 del 2021 è entrato in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale (cfr. art. 6 comma 1) e quindi il 30 novembre 2021, il termine per l'adozione della relativa disciplina attuativa, che doveva essere emanata entro 180 giorni da quella data (cfr. art. 6 comma 2), scadeva il 29 maggio 2022. Tuttavia questo termine, come usualmente accade in questi casi, non è assistito da alcuna qualificazione di perentorietà e dunque ha natura semplicemente ordinatoria.

Le disposizioni attuative in materia di assetti proprietari sono state adottate dal Governatore della Banca d'Italia il 26 luglio 2022 con provvedimento recante le nuove disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari aggiornate e compendiate in un unico testo (alle quali, d'ora innanzi, si farà riferimento come "Disposizioni in materia di assetti proprietari").

Il provvedimento è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale il giorno 8 agosto 2022.

Il testo unico bancario, infatti, prevede che i provvedimenti della Banca d'Italia relativi ai soggetti sottoposti a vigilanza sono pubblicati sul sito *web* della Banca stessa (art. 8, comma 1), mentre i provvedimenti di carattere generale che contengono disposizioni destinate anche a soggetti diversi da quelli sottoposti a vigilanza sono pubblicati nella Gazzetta ufficiale (art. 8, comma 2); nel caso di specie il

periodo di *vacatio*, al quale i provvedimenti di carattere generale di natura regolamentare sono soggetti ai sensi dell'art. 10 disp. prel. c.c., ove non diversamente previsto (a differenza degli atti amministrativi non normativi, ma dotati di esecutività, la cui efficacia decorre dal giorno stesso dell'eventuale pubblicazione prevista in Gazzetta ufficiale), è stabilito dallo stesso provvedimento di emanazione, che fissa l'entrata in vigore delle nuove disposizioni alla data del 1° gennaio 2023.

Il provvedimento del Governatore del 26 luglio 2022, infatti, prevede che:

*«Le Disposizioni entrano in vigore il 1° gennaio 2023; esse si applicano a partire da questa data, salvo che per i procedimenti di autorizzazione all'acquisizione o incremento di partecipazioni qualificate in relazione ai quali le istanze siano state presentate prima del 1° gennaio 2023. Con riguardo al criterio del moltiplicatore (Parte I, Capo III, paragrafo 3, delle Disposizioni), all'azione di concerto (Parte I, Capo IV) e alle comunicazioni in caso di mancanza sopravvenuta o di modifica dei presupposti e delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione (Parte V, paragrafo 3), restano ferme le disposizioni transitorie contenute nell'articolo 3, commi 1, 2, 3 e 4, e nell'articolo 4, commi 2, 3 e 4, del decreto legislativo 8 novembre 2021, n. 182».*

Inoltre, poiché l'inciso, a carattere eccettuativo, sull'applicabilità dal 1° gennaio 2023 *«salvo che per i procedimenti di autorizzazione ... in relazione ai quali le istanze siano state presentate prima del 1° gennaio 2023»* presuppone l'ultrattività (limitata *ratione materiae*) delle disposizioni antecedenti, dovendovi pur esserci una disciplina sostanziale e procedimentale applicabile a tali istanze, ecco che il provvedimento, dopo aver elencato gli atti che sono o restano abrogati per effetto delle nuove disposizioni, opportunamente chiarisce che *«Le disposizioni abrogate, le delibere adottate dal CICR e i decreti emanati in via d'urgenza dal Ministro dell'economia e delle finanze - Presidente del CICR, sopra richiamati, continuano ad applicarsi fino al 1° gennaio 2023, nonché con riferimento alle istanze di autorizzazione all'acquisizione o all'incremento di partecipazioni qualificate presentate prima di questa data».*

Tornando allora al primo comma dell'art. 3 (in base al quale «L'articolo 20, comma 2 -bis , del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, come introdotto dal presente decreto, si applica ai fatti e agli atti che si verificano successivamente alla data dell'entrata in vigore della disciplina attuativa, emanata ai sensi dell'articolo 20, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385»), il nuovo obbligo di comunicazione, da parte dei partecipanti qualificati, degli atti e dei fatti che possono incidere sulle condizioni assunte a base del rilascio dell'autorizzazione viene dunque a essere circoscritto alle sole circostanze sopravvenute alla data del 1° gennaio 2023, per effetto di una disposizione di diritto intertemporale che si limita a differire *in parte qua* gli effetti dell'entrata in vigore del decreto legislativo.

Nel rinvio disposto «*alla data dell'entrata in vigore della relativa disciplina attuativa, emanata ai sensi dell'articolo 20, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385*» riecheggia la convinzione di dover attendere – per l'incompletezza sul punto della disciplina primaria - l'adozione della normativa secondaria rimessa all'autorità di vigilanza, dato che il primo periodo dell'articolo 20, comma 3, affida alla Banca d'Italia il potere di «*determina[re] presupposti, modalità e termini delle comunicazioni previste dai commi 1 e 2-bis, anche con riguardo alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal titolare della partecipazione*».

E' bene chiedersi perché il legislatore delegato abbia *deciso* di adottare un decreto che è incompleto sul punto, demandando a una fonte secondaria tecnica il completamento di una disciplina, quale quella concernente le modalità partecipative dell'avverarsi di un fatto o atto idoneo a incidere sui presupposti e le condizioni di un'autorizzazione già rilasciata (accadimento che costituisce esso stesso il presupposto logico e giuridico della comunicazione), mediante norme di dettaglio che non paiono presentare un reale contenuto di discrezionalità tecnica: con l'effetto, però, di procrastinare oltre modo l'effettività di quell'obbligo.

Tenuto conto, infatti, che l'articolo 20, comma 3, del TUB è stato modificato

dal decreto legislativo n. 182 del 2021 esclusivamente con la sostituzione delle parole «dal comma 1» con le parole «dai commi 1 e 2-bis» e che il nuovo obbligo di comunicazione è funzionale al controllo della permanenza delle condizioni di autorizzazione (il quale già era immanente nel sistema e si rifletteva nell'espressa previsione dei poteri di sospensione e revoca di cui all'ultimo periodo dell'articolo 19, comma 5, del TUB), si fa fatica a comprendere la ragione della sottrazione all'obbligo di comunicazione degli atti e fatti rilevanti sopravvenuti all'autorizzazione che si collocano nell'arco temporale tra l'entrata in vigore del decreto legislativo (30 novembre 2021) e il 1° gennaio 2023.

La controprova fattuale la si ritrova nel fatto stesso che le disposizioni attuative emanate nel luglio 2022 hanno sentito necessità di disciplinare ben poco al riguardo.

Infatti, da un lato esse recano un elenco non esaustivo («*Tra gli atti e fatti idonei ... rientrano, tra l'altro: ...*») degli atti e fatti sopravvenuti idonei a far venire meno o modificare i presupposti e le condizioni dell'autorizzazione, che è composto di soli tre punti e si rivela alquanto generico, tanto che il punto iii) si risolve in una clausola generale (Parte V, paragrafo 3, Disposizioni in materia di assetti proprietari).

Dall'altro, si limitano a prevedere che la comunicazione sia effettuata entro 10 giorni dal verificarsi dell'atto o del fatto, ovvero dal momento successivo in cui il soggetto ne è venuto a conoscenza, e che essa contenga «*almeno*» la descrizione dell'atto o del fatto e una valutazione dell'impatto che questo produrrebbe sulla capacità del partecipante di continuare a soddisfare i presupposti e le condizioni sulla base dei quali è stata rilasciata l'autorizzazione.

Perciò, probabilmente, sarebbe bastato che lo stesso decreto legislativo stabilisse il termine e le modalità di comunicazione a carico del partecipante qualificato, lasciando impregiudicato il potere in capo all'autorità di vigilanza di apprezzare *ex post* la rilevanza nel concreto dei fatti comunicati per il mantenimento dei pre-

supposti dell'autorizzazione.

Scelta squisitamente politica e non tecnica, dunque, certamente legittima ma non per questo meno opinabile, che sterilizza nell'immediato, sebbene soltanto a termine, la stretta legislativa su un tema importante, come quello degli obblighi di comunicazione successiva, già oggetto di una discutibile delegificazione totale con la novella del primo comma dell'articolo 20 del TUB ad opera del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21.

Col rinvio a data futura – al completamento in via regolamentare del quadro normativo dei “nuovi” presupposti della soggezione ad autorizzazione delle fattispecie partecipative qualificate (si pensi *in primis* al moltiplicatore e alle presunzioni e agli indici dell'esistenza del concerto) – dell'efficacia delle modifiche alla disciplina sostanziale dei presupposti e delle condizioni di autorizzazione, alla precedente disciplina viene a essere attribuita, come appresso si dirà, un'ultrattività destinata a protrarsi ben oltre i 180 gg. previsti per l'adozione delle disposizioni attuative, fino al 1° gennaio 2023 (più di un anno) e anche oltre.

Ebbene, la “decisione” del legislatore di rimandare per questo considerevole arco di tempo l'obbligo strumentale di comunicare alla Banca d'Italia le circostanze sopravvenute che, a disciplina materiale ancora invariata, abbiano fatto cessare le condizioni originarie di autorizzabilità della partecipazione o comunque inciso sui presupposti dell'autorizzazione sembra trovare piuttosto una spiegazione politica nella volontà di procrastinare per le situazioni esistenti l'introduzione di una misura (presidiata da sanzioni amministrative e penali: art. 140 TUB; art. 2638 c.c.) che è posta a garanzia dell'effettività di un controllo sulla permanenza delle condizioni di autorizzazione che, per quanto possibile, dovrebbe essere puntuale e tempestivo in un sistema che non risponde solo a finalità di trasparenza, ma in ultima istanza è finalizzato pur sempre a tutelare la gestione sana e prudente della banca partecipata.

3. Induce a qualche considerazione critica anche il secondo comma

dell'articolo 3 del decreto legislativo, che contiene disposizioni transitorie riferite all'articolo che ha introdotto nell'art. 22 TUB il criterio del (de)moltiplicatore per individuare le ipotesi di partecipazione qualificata indiretta mediante catena partecipativa e ampliato di conseguenza il novero delle fattispecie soggette agli obblighi di autorizzazione preventiva.

Il nuovo articolo 22 sulle partecipazioni indirette, in combinato disposto con l'articolo 19, comma 1, estende infatti, alla lettera b), l'obbligo di autorizzazione preventiva alle partecipazioni possedute in altre società, anche non controllate, che a loro volta posseggano diritti di voto o quote di capitale nella banca, in tal modo consentendo al loro partecipante di esprimere nella sostanza una posizione di potere nella banca, non direttamente, ma attraverso di esse, «*tenendo conto*», come dice la legge, «*della demoltiplicazione prodotta dalla catena partecipativa*».

E' questo della demoltiplicazione un criterio nuovo, introdotto per assicurare la conformità del diritto interno agli orientamenti delle Autorità di vigilanza europee (cfr. art. 10, co. 1, lett. g, della legge delega 22 aprile 2021 n. 53) e in ispecie agli Orientamenti comuni delle Autorità europee di vigilanza del 26 dicembre 2016, che da subito la Banca d'Italia aveva informato l'EBA di non potere applicare senza una corrispondente modifica della normativa primaria (cfr. EBA, *Annual report 2017*, pag. 95, sub lett. g, che riporta il testo della *compliance notification* trasmessa da Banca d'Italia: «... *for what relates to the calculation of the indirect acquisitions of qualifying holdings under section 6 of the Joint Guidelines, the Italian Consolidated Banking Law (Italian legislative decree no 385/1993 and subsequent amendments) at present provides only for the 'control criterion'; therefore, the possible amendment to the Consolidated Banking Law does not depend on the Bank of Italy and is subject to the ordinary legislative process*»).

Il novellato articolo 22 demanda alla Banca d'Italia l'individuazione concreta dei casi in cui, tenuto conto della demoltiplicazione, la catena partecipativa dà luogo a partecipazione qualificata indiretta e al conseguente obbligo di autorizzazione

ed è quindi comprensibile che l'inizio dell'efficacia della norma primaria sia stata posposta alla data d'entrata in vigore delle relative disposizioni attuative, come appunto prevede la disposizione transitoria di cui al secondo comma dell'art. 3 del decreto legislativo.

Tuttavia, per una precisa scelta legislativa, espressa con l'avverbio «*successivamente*» contenuto in quest'ultima disposizione, l'articolo 22, comma 1 lettera b), e i relativi obblighi di autorizzazione, una volta entrate in vigore le relative disposizioni attuative, si applicano solo ai casi che si verificano dopo la data di entrata in vigore delle disposizioni stesse e non anche alle catene partecipative già esistenti pur quando queste, sulla base del demoltiplicatore, sostanzino una posizione partecipativa altrettanto qualificata.

A prima lettura ciò potrebbe sembrare null'altro che la conseguente applicazione del principio per cui, di regola, la legge non dispone che per l'avvenire, ma la questione merita una riflessione più attenta.

Sul piano dogmatico, pur se la cosa è controvertibile, sembra infatti da escludere che l'applicazione dal 1° gennaio 2023 alle situazioni partecipative esistenti della norma di legge che impone in modo esplicito di tener conto della demoltiplicazione prodotta dalla catena partecipativa costituirebbe applicazione retroattiva della normativa medesima.

Infatti, se l'obiettivo primario della procedura di autorizzazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate in enti creditizi è, come riconosciuto dalla stessa giurisprudenza europea, garantire la gestione sana e prudente dell'ente cui si riferisce il progetto di acquisizione, è chiaro che il controllo tramite autorizzazione non riguarda in ultima analisi l'acquisizione della partecipazione in sé, bensì l'effetto che questa produce sull'assetto partecipativo (l'assetto di poteri) della banca, con tutto ciò che ne consegue. E se è vero che l'acquisizione già compiuta tramite catena partecipativa è un fatto passato che, per il generale principio del *tempus regit actum*, resta disciplinato dalla legge che era in vigore all'epoca del fatto, è però altrettanto



vero che la situazione giuridica partecipativa che ne è risultata non potrebbe dirsi esaurita al momento dell'entrata in vigore della nuova disciplina, la quale, perciò, ben potrebbe regolarne i tratti successivi con efficacia *ex nunc*.

Quand'anche così non fosse, comunque la natura degli interessi tutelati attraverso il controllo degli assetti partecipativi, che salvaguardando le condizioni di stabilità delle banche persegue una finalità sistemica che trascende lo stesso comparto creditizio, sembra sufficiente a giustificare l'applicazione anche retroattiva dei nuovi criteri, non potendo il problema ridursi alla tutela di posizioni acquisite<sup>3</sup>.

Quanto appena detto avrebbe allora potuto suggerire l'introduzione di una disposizione transitoria che dettasse una disciplina *ad hoc* per accompagnare gli assetti partecipativi in essere verso la piena compatibilità col nuovo regime, piuttosto che perpetuare, senza un orizzonte temporale definito, la sottrazione di quegli assetti e delle posizioni di potere che essi esprimono a una verifica sull'effettiva loro conciliabilità con una gestione sana e prudente dell'ente creditizio.

Sul piano del diritto positivo, poi, non potrebbe dirsi che la soluzione adottata dal legislatore fosse imposta dalla natura preventiva dell'autorizzazione, che mal

---

<sup>3</sup> Non essendo questo il luogo per una ricostruzione compiuta della giurisprudenza costituzionale sulla retroattività delle leggi in materia diversa da quella penale, basti ricordare il recente richiamo della Corte costituzionale a «*i limiti generali all'efficacia retroattiva delle leggi che, al di fuori della materia penale, questa Corte ha individuato nei principi della ragionevolezza, della tutela del legittimo affidamento, della coerenza e certezza dell'ordinamento e del rispetto delle attribuzioni costituzionalmente riservate alla funzione giudiziaria (ex plurimis, sentenze n. 210 del 2021, n. 174 del 2019, n. 170 del 2013, n. 78 del 2012 e n. 209 del 2010)*» e soprattutto al fatto che «*[s]econdo il costante orientamento della giurisprudenza costituzionale (ex plurimis, sentenze n. 46 del 2021, n. 156 del 2014 e n. 78 del 2012), l'efficacia retroattiva della legge deve trovare adeguata giustificazione nell'esigenza di tutelare principi, diritti e beni di rilievo costituzionale, che costituiscono altrettanti «motivi imperativi di interesse generale», così come chiarito dalla Corte EDU in plurime occasioni*» (Corte cost. n. 145 del 2022).

La Corte ha quindi ribadito che «*[i]n uno scrutinio stretto di costituzionalità, che si impone in questo caso, poiché serve riscontrare non «la mera assenza di scelte normative manifestamente irragionevoli, ma l'effettiva sussistenza di giustificazioni ragionevoli dell'intervento legislativo*» (ex plurimis, sentenze n. 108 del 2019 e n. 173 del 2016), occorre verificare se le giustificazioni, poste alla base dell'intervento legislativo a carattere retroattivo, prevalgano rispetto ai valori, costituzionalmente tutelati, potenzialmente lesi da tale efficacia a ritroso. Tali valori sono individuati nel legittimo affidamento dei destinatari della regolazione originaria, nel principio di certezza e stabilità dei rapporti giuridici, nel giusto processo e nelle attribuzioni costituzionalmente riservate al potere giudiziario (ex plurimis, sentenze n. 104 e n. 61 del 2022, n. 210 del 2021, n. 133 del 2020 e n. 73 del 2017)».

si concilierebbe con l'applicazione alle preesistenti partecipazioni realizzate tramite catena societaria dei nuovi criteri d'individuazione delle partecipazioni indirette qualificate, e ciò per una serie di ragioni.

In primo luogo, i limiti di un sistema basato esclusivamente su autorizzazioni preventive sono già ampiamente emersi nel caso delle cc.dd. acquisizioni involontarie.

In secondo luogo, il Tribunale U.E. ha già riconosciuto che le disposizioni europee che prevedono un controllo *ex ante* sulle acquisizioni di partecipazioni qualificate negli enti creditizi (cfr. art. 15 reg. n. 1024/2013; art. 22 dir. 2013/36) «*non possono essere interpretate come non applicabili a operazioni che possono essere qualificate come acquisizione di una partecipazione qualificata per il solo fatto che una tale operazione sia già stata posta in essere*» in quanto, altrimenti opinando, le si priverebbe di qualsiasi effetto utile e si comprometterebbe l'obiettivo che esse perseguono, che è quello di assicurare che la proprietà di un ente creditizio rimanga idonea e solida sotto il profilo finanziario e quindi, in ultima analisi, di garantire la gestione sana e prudente dell'ente (Trib. UE, sez. seconda ampliata, 11 maggio 2022, T-913/16, Finanziaria d'investimento Fininvest S.p.A., ECLI:EU:T:2022:279).

In terzo luogo, bisogna fundamentalmente considerare che i nuovi criteri di individuazione delle partecipazioni indirette qualificate, a ben vedere, non sono completamente nuovi, non almeno in termini assoluti, poiché sono stati enucleati ed esplicitati ormai anni addietro dagli Orientamenti comuni del 2016 (nel paragrafo 6, sottoparagrafo 6.6 ss., e nell'allegato II) ai quali, come è noto, le autorità nazionali competenti sono tenute a conformarsi (dovendo compiere «*ogni sforzo*» a tal fine) integrandoli nelle loro prassi di vigilanza, a meno che non informino l'EBA che non intendono conformarsi «*motivando la decisione*» (cfr. articolo 16 reg. (UE) n. 1093/2010, che prevede che entro due mesi dall'emanazione di un orientamento o di una raccomandazione ciascuna autorità nazionale di vigilanza dia conferma all'EBA se è conforme o intenda conformarsi).

Considerazione questa che introduce il tema della possibilità di mutuare sul piano dei principi, e in particolare di quello di leale collaborazione, quanto la Corte di giustizia europea ha chiarito, sebbene con riferimento alle raccomandazioni della Commissione, in merito al fatto che «*i giudici nazionali sono tenuti a prendere in considerazione le raccomandazioni ai fini della soluzione delle controversie sottoposte al loro giudizio, in particolare quando esse sono di aiuto nell'interpretazione di norme nazionali adottate allo scopo di garantire la loro attuazione, o mirano a completare norme comunitarie aventi natura vincolante*» (Corte giust. UE, seconda sezione, 13 dicembre 1989, causa C-322/88, Grimaldi; da ultimo, CGUE sezione seconda 7 luglio 2022, causa C-24/21, PH c/ Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia, punto 51, con richiamo alla sentenza del 3 settembre 2014, Baltlanta, C-410/13, EU:C:2014:2134, punto 64 e giurisprudenza ivi citata).

Tutto questo non certo per sostenere che non si dovesse dettare una disposizione transitoria per le partecipazioni qualificate indirette tramite catena partecipativa, delle quali per la prima volta viene a occuparsi l'articolo 22 novellato del TUB, ma per sottolineare il fatto che il principale effetto del secondo comma dell'articolo 3 del decreto legislativo n. 182 del 2021 si risolve in quello di sottrarre, senza mezze misure, tutte le partecipazioni indirette tramite catena partecipativa esistenti alla data del 30 novembre 2021 e persino tutte quelle realizzate dopo quella data e fino al 1° gennaio 2023 (cioè fattispecie potenzialmente ancora *in fieri*) alla soggezione a una valutazione di compatibilità prevista dagli Orientamenti comuni sin dal 26 dicembre 2016; tutto ciò nonostante che, nel primo caso, non potrebbe dirsi che la modifica legislativa (già invocata da Banca d'Italia) per uniformare l'ordinamento italiano a quegli orientamenti potesse costituire una vera sorpresa per gli interessati (di norma soggetti qualificati assistiti da consulenti legali specializzati nel settore) e, nel secondo caso, sfuggano le ragioni per le quali, ancora dopo l'emanazione della disciplina attuativa (peraltro intervenuta con un significativo ritardo di alcuni mesi sulla data prevista), debba consentirsi per altri cinque mesi

la sostanziale sottrazione a verifica anche delle nuove acquisizioni indirette, ancorché rilevanti per effetto del moltiplicatore.

4. Un discorso parzialmente diverso va fatto per i commi 3 e 4 dell'articolo 3 del decreto legislativo n. 182 del 2021 sul regime transitorio per il nuovo articolo 22-*bis* TUB sulle persone che agiscono di concerto, che viene a sostituire la disciplina in materia di acquisti di concerto che prima della novella era contenuta nel comma 1-*bis* del vecchio articolo 22.

Quest'ultimo considerava rilevanti, ai fini della disciplina in materia di partecipazioni e quindi *in primis* ai fini autorizzativi, «*anche l'acquisizione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, intendono esercitare in modo concertato i relativi diritti, quando tali partecipazioni, cumulativamente considerate, raggiungono o superano le soglie indicate nell'articolo 19*».

Il nuovo articolo 22-*bis*, appositamente dedicato alle persone che agiscono di concerto, reca ora una disciplina differente e più articolata.

Da un lato, al comma 1 considera rilevanti, ai fini suddetti, «*anche l'acquisizione o la detenzione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, ancorché invalidi o inefficaci, intendono esercitare in modo concertato i relativi diritti, quando tali partecipazioni, cumulativamente considerate, raggiungono o superano le soglie indicate nell'articolo 19 oppure comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole*».

Viene così attribuito rilievo non più solo all'acquisizione, ma anche alla detenzione di partecipazioni; non solo gli accordi validi e efficaci, ma anche a quelli invalidi o inefficaci; non solo al raggiungimento o al superamento di soglie percentuali, ma alla possibilità stessa (in forme innominate) di esercitare il controllo o un'influenza notevole.

Dall'altro, al comma 2 prevede che «*Per le finalità di cui al comma 1, la Ban-*

*ca d'Italia individua i casi per i quali si presume che due o più persone agiscano di concerto, i casi in cui la cooperazione tra più persone non configura un'azione di concerto, nonché i casi in cui le modifiche agli accordi tra persone che agiscono di concerto, ivi comprese quelle relative alla composizione degli aderenti, sono soggette agli obblighi di autorizzazione o comunicazione ai sensi del presente Capo».*

In tal modo l'articolo 22-bis affida alla disciplina attuativa una funzione integrativa della normativa primaria non soltanto in materia di accordi tra persone che agiscono di concerto, ma più in generale di individuazione, attraverso un sistema di presunzioni e di indici, dei casi di azione di concerto anche quando il concerto non segua all'adesione a un patto (come nel caso della presunzione fondata su legami familiari o assimilabili prevista dalle nuove Disposizioni in materia di assetti proprietari, Parte I, Capo IV, paragrafo 2, lett. c), dando corpo alla clausola generale del primo comma.

Clausola questa, invero, di non felice formulazione sintattica, poiché prevede che *«l'acquisizione o la detenzione di partecipazioni da parte di più soggetti che ... comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole»*, dove, però, il "che" è pronome relativo riferito ai "soggetti" e non, invece, all'acquisizione o alla detenzione delle partecipazioni, con la conseguenza che l'inciso *«in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi»* finisce per essere centrale e dirimente nell'economia della norma, la quale andrebbe perciò letta nel senso di riguardare i soggetti che intendono esercitare in modo concertato i loro diritti partecipativi sulla base di accordi in qualsiasi forma conclusi, purché le loro partecipazioni cumulativamente considerate raggiungano o superino le soglie di legge oppure comportino la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole.

Ecco allora che le disposizioni transitorie assumono, ancora una volta, come spartiacque la data di entrata in vigore della disciplina attuativa e su quella base distinguono tra gli accordi conclusi prima di tale data (1° gennaio 2023) e gli accordi conclusi dopo quella data per stabilire che:

- agli accordi successivi si applica senz'altro il nuovo articolo 22-*bis* e la relativa disciplina attuativa (cfr. articolo 3, comma 3, lett. a) del decreto legislativo);
- agli accordi anteriori (quindi anche a quelli che dovessero essere conclusi *medio termine*, fino al 1° gennaio 2023) la nuova disciplina si applica nella sola ipotesi in cui, dopo la data di entrata in vigore delle disposizioni attuative, si verificano insieme due condizioni: (i) che all'accordo prestino adesione altri soggetti; (ii) che questa adesione comporti anche il superamento di una delle soglie previste dall'articolo 19 comma 1 TUB (cfr. articolo 3, comma 3, lett. b, del decreto: «... qualora la successiva adesione di altri soggetti comporti il superamento di una delle soglie previste ...»);
- in tutti gli altri casi agli accordi anteriori (quindi anche a quelli conclusi *medio termine*, fino al 1° gennaio 2023) non si applica la nuova disciplina, ma quella anteriore contenuta nell'abrogato comma 1-*bis* dell'articolo 22 TUB (cfr. articolo 3, comma 4, del decreto), alla quale è attribuita un'ultrattività potenzialmente perpetua (lo stesso vale per le disposizioni di attuazione, giacché il provvedimento del Governatore del 26 luglio 2022, come visto, ha cura di precisare che le disposizioni attuative abrogate continuano ad applicarsi con riferimento alle istanze di autorizzazione presentate prima del 1° gennaio 2023).

Dunque, ancora dopo l'entrata in vigore delle disposizioni attuative non è sufficiente, per espressa previsione di legge, la modificazione soggettiva dell'accordo, ma occorre anche che l'aggregazione a partecipazioni già federate da un accordo o patto parasociale faccia sì che il coacervo raggiunga o sopravanzi una delle soglie di rilevanza (dieci, venti o trenta per cento). Solo in questo caso l'accordo è ritenuto dalla legge sostanzialmente novato ai fini dell'assoggettamento ad autorizzazione delle partecipazioni dei soggetti che ne fanno parte, conformemente alla nuova disciplina.

In questo modo la precedente disciplina autorizzatoria, tra l'altro priva di un sistema di presunzioni relative e di indici sintomatici, viene a essere perpetuata a

favore, oltre che dei pattuenti originari, anche dei nuovi aderenti ad accordi parasociali in essere, purché la somma delle partecipazioni resti entro la forbice poc'anzi detta, e persino a favore di tutti i partecipanti ad accordi totalmente nuovi, purché conclusi prima della data del 1° gennaio 2023; e ciò a dispetto del fatto che invece per gli accordi conclusi successivamente a questa data anche la semplice adesione al patto esistente è soggetta ad autorizzazione preventiva, con obbligo che si estende agli altri partecipanti quando la nuova adesione renda, per così dire, ulteriormente qualificate le partecipazioni da loro possedute (cfr. Disposizioni in materia di assetti proprietari, Parte I, Capo IV, § 3: «*L'obbligo di preventiva autorizzazione si applica anche al soggetto che aderisce agli accordi di cui al paragrafo 1 in un momento successivo a quello della loro conclusione, fermo restando l'obbligo di preventiva autorizzazione in capo a tutti gli aderenti all'accordo qualora, per effetto dell'adesione del soggetto, si verifichi una delle situazioni individuate nel Capo I, paragrafo 4*»).

Si noti che le disposizioni transitorie appena viste si riferiscono unicamente alla materia degli accordi nulla disponendo per le altre ipotesi di azione di concerto che rientrano tra le fattispecie presuntive o sono interessate dagli indici sintomatici introdotti dalla disciplina attuativa. Al riguardo valgono le disposizioni intertemporali contenute nel provvedimento del Governatore che nell'emanare le disposizioni attuative ha sottratto alla nuova disciplina le istanze e i procedimenti di autorizzazione anteriori al 1° gennaio 2023.

Nulla esclude, infine, che l'Autorità di vigilanza faccia applicazione anticipata, anche per questi ultimi casi, degli indici di concerto, se e in quanto si possano ritenere enucleazione espressa di principi già desumibili dal sistema prima ancora della loro formalizzazione.

5. Il quinto comma dell'articolo 3 del decreto costituisce ulteriore riprova che nulla è più definitivo del transitorio.

Il D.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, di attuazione della direttiva 2013/36/UE (la CRDIV), nel sostituire nuovamente il testo dell'articolo 25 TUB, aveva demandato a un futuro decreto del Ministro (allora) dell'economia e delle finanze, da adottare sentita la Banca d'Italia, l'individuazione dei requisiti di onorabilità, di competenza e di correttezza che i titolari di partecipazioni qualificate dovevano possedere per garantire la gestione sana e prudente della banca partecipata.

Disponeva in via transitoria l'articolo 2, comma 8, dello stesso decreto legislativo che nelle more, finché non fosse entrata in vigore la disciplina attuativa emanata dal Ministro, continuassero ad applicarsi l'articolo 25 del TUB nella versione precedente alle modifiche appena apportate e quindi anche la relativa disciplina attuativa.

Sette anni dopo quel decreto ministeriale non è stato ancora adottato, mentre è stato modificato nuovamente l'articolo 25 del TUB inserendovi nel primo periodo del comma terzo, dopo le parole «*all'articolo 19, comma 1*», le parole «*lettera a)*» per adeguarlo al testo novellato di quest'ultimo articolo.

Il legislatore si è così visto costretto non solo a prolungare l'ultrattività dell'art. 25 nella formulazione che questo aveva prima del d.lgs. 72/2015, ma a intervenire sul suo stesso testo (quello anteriore al 2015) per adeguarlo al nuovo articolo 19 TUB come intanto modificato dal decreto legislativo n. 182 del 2021.

Questa duplice operazione, in cui vecchio e nuovo si mescolano in una vertigine temporale, è stata compiuta per l'appunto col comma 5 dell'articolo 3 del decreto legislativo n. 182/2021, la cui prima parte perpetua gli effetti dell'art. 25 TUB nel testo precedente al d.lgs. 72/2015 prolungando in via transitoria l'efficacia della precedente disposizione transitoria del 2015 («*Fermo restando quanto previsto dall'articolo 2, comma 8, del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72 ...*»), mentre la seconda parte dello stesso comma sostituisce il testo dell'articolo 25 TUB precedente alle modifiche apportate nel 2015 con un testo del tutto identico salvo che per il riferimento, nel primo periodo, all'articolo 19, comma 1, lettera a), anziché



semplicemente all'articolo 19 comma 1 del TUB.

6. Le norme transitorie sono spesso destinate a durare lungamente nel tempo e non è raro che i principi che le ispirano esprimano essi stessi l'essenza della nuova normativa<sup>4</sup>.

Si è visto come le disposizioni transitorie contenute nel decreto legislativo n. 182 del 2021 per molti versi appaiano tutt'altro che provvisorie e finiscano per fare salvo lo *status quo* per un tempo nella sostanza indefinito.

Si è visto anche come possa talora risultare arduo cogliere le ragioni di carattere tecnico-giuridico o i preminenti motivi di ordine economico-sociale sui quali si reggerebbe la scelta di preservare intatte rispetto alla nuova normativa, per un tempo potenzialmente illimitato, le posizioni partecipative già esistenti e in alcuni casi persino quelle ancora *in fieri*.

Tutto ciò malgrado la riforma sia intervenuta con un rilevante ritardo rispetto alla normativa e agli orientamenti europei ai quali intende adeguare il quadro regolamentare nazionale, con particolare riferimento, come recitano i principi e criteri direttivi specifici della legge delega (cfr. art. 10, comma 1, lett. g, legge 22 aprile 2021, n. 53), «*alle previsioni riguardanti l'individuazione delle partecipazioni rilevanti acquisite in via indiretta e tramite patti parasociali*».

**Francesco Guarracino**

*Consigliere di Stato*

---

<sup>4</sup> F. PINTO, *Brevi considerazioni sulle norme transitorie ... e dintorni*, in *Costituzione: una riforma sbagliata*, a cura di Franco Bassanini, Firenze, 2004, pag. 616 s.

VARIETÀ

## IMPRESA, SOCIETÀ, E MERCATO FINANZIARIO SOSTENIBILI: CHI DECIDE E SULLA BASE DI QUALI INFORMAZIONI? \* \*\*

*(Sustainability in corporate governance and financial markets: who decides and on the basis of what information?)*

**ABSTRACT:** *Sustainability has become an integral feature of financial regulation and corporate governance for financial and non-financial firms, in all advanced market economies. While this development has its roots in the long standing discussion (in the previous century) between shareholderism and stakeholderism, it now presents new distinctive elements. Indeed, the current environmental crisis and climate change have demonstrated that capital and product markets do not adequately price in the negative externalities that firms produce.*

*The lack of complete, comparable, and verifiable (hence credible) information on “ESG factors and impacts” is at the heart of this “adverse selection” problem and resulting market failure, which has prompted policy makers at global level to deeply review the disclosure framework for both financial and non-financial firms, in order to induce the latter to “internalise” the negative externalities of their business activities. Within this change of paradigm, several questions are emerging: (i) which criteria should be used to identify the information on ESG factors and impacts that are to be disclosed; (ii) should disclosure be voluntary or mandatory; and (iii) should stakeholders’ role be recognised and legally established also in other areas, e.g. in corporate governance?*

*On the first question, this article argues that the sole criterion of “investors’ materiality” seems inappropriate in light of the current inadequate market functioning. The “double materiality” approach adopted by the European legislator*

---

\*Contributo approvato dai revisori.

\*\*Testo della relazione presentata nel Convegno “*Il pensiero di Paolo Ferro-Luzzi nell’evoluzione del diritto commerciale e bancario, a dieci anni dalla sua scomparsa*” presso la Facoltà di Economia dell’Università La Sapienza di Roma, 11 novembre 2022. Le opinioni espresse sono esclusivamente personali.

*appears more suitable to enable shareholders and markets to obtain the information required to decide on a fully informed basis. Likewise, the shift from a “comply or explain” approach to “mandatory” measures, which shapes the recent evolution of the European legislation, appears justified by the need to overcome the collective action problems in disclosure behaviors by firms. Finally, as regards stakeholders’ empowerment in the corporate decision-making process, some skepticism and caution is expressed. Firstly, when markets have access to the right information, shareholders could and should pursue also other stakeholders’ interests. Secondly, by altering the notion of corporate interest and expanding the perimeter of those who have a say on key corporate decisions beyond the shareholders, there is a concrete risk of making managers unaccountable and the pursuit of stakeholders’ interests less effective.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione - 2. Impresa e società sostenibile: *quid novi?* - 3. La società come tecnica di finanziamento dell’impresa e natura “pluralistica” di quest’ultima - 3.1. *Shareholders* e *stakeholders view* alla luce dell’ (in)efficienza dei mercati - 4. L’evoluzione del quadro normativo in Europa: dall’approccio volontario alla *disclosure* imperativa e all’impatto sul governo societario. Opportunità e rischi.

1. In un evento commemorativo dell’opera del professor Ferro-Luzzi, non si può non trattare del “rapporto tra impresa e società”, come questa mattina ci ha ricordato il professor Giuseppe Ferri, con una trattazione “a tutto tondo” del tema. In questo intervento vorrei più modestamente dedicarmi a un profilo specifico, quello della “sostenibilità” dell’attività d’impresa e di come essa si riverberi – o meglio si dovrebbe riverberare – sulle regole del governo societario, in un contesto di mercato. Tema che ho scelto perché credo che, pure rispetto a una questione così moderna, la prospettiva “di vertice” con il quale il professor Ferro-Luzzi ha inquadrato il binomio impresa-società assuma particolare valore euristico per identificare soluzioni che sappiano coniugare correttamente sostenibilità e mercato, tanto *de iure condito* quanto *de iure condendo*. In altri termini, anche con riguardo

al tema della sostenibilità (e, in particolare, a quella finanziaria) le riflessioni del professore si dimostrano di straordinaria attualità, e capaci di offrire una *sistematica* di significativo rilievo pratico, oltre che teorico.

Prima di addentrarmi nelle motivazioni a sostegno di questa valutazione, vorrei incidentalmente sottolineare come – in questi dieci anni – numerose siano state le occasioni in cui ho potuto constatare come *l'impianto concettuale* delineato dal professore permanga attuale, sul piano sia teorico sia pratico, rispetto a fenomeni finanziari nuovi e in allora non prevedibili. Il che, per vero, non sorprende perché questa è la cifra di tutti i grandi classici del pensiero. In particolare, credo che le *Lezioni di Diritto Bancario* rappresentino ancora una bussola da cui trarre la rotta nel labirinto del sistema finanziario moderno. Si pensi alle pagine delle Lezioni<sup>1</sup> che, con la loro peculiare icasticità e sintesi, identificano i tratti giuridici distintivi della fattispecie “finanziaria”, rispetto allo strumento della “moneta”, da un lato, e alla mera rappresentazione e scambio di valore, dall'altro. Esse sono un viatico di sicura utilità per esplorare il terreno dei criptovalori e delle criptovalute, e comprendere le ragioni sottostanti la distinzione giuridica tra *eletronic-money token*, *asset-referenced token* e *non-fungible token*, che sta per essere introdotta con la prossima promulgazione del regolamento europeo in materia di “mercati in cripto-attività” (c.d. MICAR). Non posso che essere apodittico in questa sede, per non uscire fuori tema, ma credo che le ragioni di tali affermazioni divengano evidenti a chi avrà il tempo di rileggere quelle pagine.

Al contempo, e in modo speculare, altrettanto numerose sono state in questi anni le occasioni in cui, nell'approcciarmi a fenomeni finanziari innovativi, mi è tornata alla mente la frequente esortazione del professore a utilizzare “il rasoio di Occam” e diffidare dall'applicazione acritica di precedenti ricostruzioni di sistema, nel solco dell'insegnamento di Riccardo Orestano<sup>2</sup> spesso richiamato dal professor Ferro-Luzzi. E così, anche in questa circostanza mi sono domandato se non fossi

---

<sup>1</sup> P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, 2004, pp. 122 ss. e 249 ss.

<sup>2</sup> Cfr. R. Orestano, *Lasciando la cattedra*, in *Il Foro Italiano*, 1979, V, 141-150.

vittima di questo pregiudizio cognitivo. Spero che *l'iter* argomentativo che seguirò nelle pagine seguenti fugherà questo dubbio.

2. L'obiettivo, la dimensione della "sostenibilità" ha ormai avuto o sta ottenendo pieno riconoscimento, in tutti gli ordinamenti societari dei sistemi di mercato avanzati. Si tratta di un'evoluzione rispetto alla quale l'Europa, e l'Italia con il nostro codice di *corporate governance*<sup>3</sup>, sono sicuramente apripista, ma che comunque sta progressivamente trovando riscontro a livello globale, in tutti i sistemi societari a capitalismo avanzato, seppur con termini e portata diversi.

In realtà, si tratta di una questione che, per un certo verso, è tutt'altro che nuova: le sue radici affondano quanto meno sino agli inizi del secolo scorso. Come noto, sin da allora si sono tendenzialmente contrapposte due visioni della relazione tra impresa societaria e suo *impatto* con l'ambiente esterno (nell'accezione ampia e non solo ecologica di questa locuzione), che sono state presentate e percepite come speculari.

Da un lato, il c.d. approccio istituzionalistico, secondo il quale la funzione obiettivo di una impresa societaria – vale a dire, sul piano giuridico, l'interesse sociale e i conseguenti doveri fiduciari – non può essere circoscritta solamente al parametro della massimizzazione dell'investimento azionario (inteso come la somma di dividendi e incremento del valore in conto capitale), ma deve ricomprendere anche l'impatto sulla molteplicità di interessi sui quali l'attività di impresa insiste. Una visione che può essere incisivamente condensata ricordando il noto aneddoto, secondo il quale nei primi anni venti del secolo scorso Walter Rathneau, amministratore delegato del gruppo AEG, a fronte delle critiche che gli venivano mosse dagli azionisti della Norddeutscher Lloyd in merito ai rendimenti dell'impresa, le rimandò ai mittenti facendo loro osservare che "la società non

---

<sup>3</sup> Cfr. M. Stella Richter, *Il "successo sostenibile" del codice di corporate governance e le possibili modificazioni statutarie conseguenti*, in *Vita Notarile*, n. 2, Maggio-Agosto 2021.

esiste per distribuire dividendi a lorsignori ma far andare i battelli sul Reno”<sup>4</sup>.

Dall’altro lato, tale impostazione è stata ed è contestata da quanti, specie sull’altra sponda dell’Atlantico ma non esclusivamente, hanno osservato che essa finisce con il *funzionalizzare*, e quindi comprimere, la libertà di iniziativa economica che è alla base dell’attività d’impresa, e la vincola a interessi indefiniti e indefinibili, quanto sia a oggetto di riferimento sia a soggetti legittimati alla loro azionabilità. Con la conseguenza che essa implicherebbe un significativo grado di incertezza nella definizione dei doveri fiduciari, inducendo da un lato una deresponsabilizzazione (*unaccountability*) degli amministratori rispetto ai *residual claimants* dell’impresa (gli azionisti, che in quanto tali dovrebbero hanno il miglior incentivo economico a monitorare l’operato degli amministratori)<sup>5</sup> e, dall’altro, un inopportuno incremento nei primi dell’avversione al rischio d’impresa<sup>6</sup>. Il riconoscimento del primato degli azionisti all’interno dell’impianto del governo societario, secondo questa seconda visione dell’interesse sociale, è stato sintetizzato nell’altrettanto nota osservazione dell’economista statunitense Milton Friedman, secondo il quale “*an entity’s greatest responsibility lies in the satisfaction of the shareholders*” (la c.d. *shareholders view*).

Se dunque il dibattito è aperto da tempo<sup>7</sup>, *quid novi* nell’epoca che stiamo

---

<sup>4</sup> Iniziative recenti riconducibili a tale logica imprenditoriale sono quelle della *Business Roundtable* (si veda, ad esempio, lo statement del 2019 “*on the Purpose of the Corporation*”) e del Manifesto di Davos del 2020, introdotto al World Economic Forum, ove si dichiara che lo scopo dell’azienda è quello di coinvolgere tutti gli “stakeholder nella creazione di valore condiviso e sostenuto”. Cfr. in dottrina *ex multis* in C. MAYER, *The Governance of Corporate Purpose*, in European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 609/2021.

<sup>5</sup> Cfr. per tutti, lo scritto seminale A.A.BERLE, *For Whom Corporate Managers are Trustees: A Note*, 45 Harvard Law Review 1365 (1932) e come testo di riferimento più recente *ex multis* F.H. EASTERBROOK e D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, p. 14-15.

<sup>6</sup> Per quanto concerne le ragioni sottese alla tendenziale avversione al rischio dei manager e la “neutralità” degli azionisti cfr. tra i molti, J.C. COFFEE JR, *Shareholders versus managers. The strain in the corporate web*, in 85 Michigan Law Review, 1986, p. 60 ss.; sul concetto di neutralità/avversione al rischio in generale cfr. *ex plurimis* R. COOTER, U. MATTEI, P.G. MOMATERI, R. PARDOLESI E T. ULEN, *Il mercato delle regole*, Bologna, 1999, p. 69

<sup>7</sup> Per una discussione critica del dibattito tra teorie “istituzionaliste” e “contrattualiste” cfr. D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in Tratt. soc. az. Diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, II, Torino, 1993, p. 10 ss.; L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori*, Milano, 2000, p. 159 ss.; F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2004, p. 158 ss.; M. Stella Richter Jr, *Long-Termism*, in *Ric.*

vivendo? La novità sta nel fatto che, anche in ragione dell'emergenza climatica, è divenuto evidente – tanto ai *policy maker* quanto all'opinione pubblica, quindi attraverso iniziative che provengono tanto “dall'alto” quanto “dal basso” – come sia *urgente e imperativo* un “cambio di passo” nel modo in cui la questione della *sostenibilità* è *internalizzata* nell'attività di impresa svolta in forma societaria. E' divenuto cioè ampiamente condiviso su scala globale che:

a) i mercati non “prezzano”/incorporano in modo adeguato nei prezzi l'*impatto* che l'attività d'impresa ha sull'ambiente esterno e quindi i suoi risultati *nel lungo periodo* al netto delle esternalità negative che essa produce<sup>8</sup>. Il che vale a dire che i mercati non sono efficienti nel valutare la sostenibilità dell'attività d'impresa;

b) non c'è più tempo per aspettare che i mercati si autocorreggano. Alla luce dei dati scientifici più recenti e vista la necessità di intensificare l'azione globale per mitigare i cambiamenti climatici sono necessari interventi urgenti, di carattere imperativo, per porre rimedio a questo “fallimento del mercato”.

“Inefficienza dei mercati per internalizzare gli impatti di lungo periodo” e “urgenza” e “imperatività” di specifici interventi regolamentari per porvi rimedio sono le coordinate del cambio di paradigma che stiamo vivendo, rispetto ai termini con cui la questione era stata tradizionalmente affrontata sino ai tempi più recenti. La discussione non verte più su impostazioni astratte circa la definizione dell'interesse sociale, essa si sviluppa bensì su piani molto più concreti e di impatto diretto: la *disclosure* e la rendicontazione contabile, da un lato, e i meccanismi di governo societario, dall'altro. Su entrambe queste aree si dibatte in ordine alla individuazione degli specifici obblighi e meccanismi giuridici cui si debba ricorrere, e al riguardo credo che si possano tracciare due indirizzi diversi che allineano sulle (e in certo qual modo si contrappongono dalle) rispettive sponde dell'Atlantico:

i) in tema di rendicontazione societaria e *disclosure*, mondo

---

Soc., 2021, p. 16 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. di Diritto dell'Economia*, n. 1/2022, supp. 3.

<sup>8</sup> M. CARNEY, *Breaking the tragedy of the horizon: climate change and financial stability* (2015) disponibile sul sito internet della Bank of England



anglosassone ed Europa continentale appaiono divisi dalla contrapposizione tra adesione, nel primo, al criterio cardine della *single materiality* o *investor materiality*<sup>9</sup>, in base al quale le imprese dovrebbero rendere conto solo di impatti e rischi che si possano riverberare prospetticamente sul loro risultato di esercizio, e il criterio – di cui l’Europa continentale è invece sostenitrice – della *double materiality*, secondo il quale l’informativa periodica delle società dovrebbe coprire tanto le informazioni relative a fattori tradizionalmente ricompresi nell’acronimo ESG (*Environment, Social, Governance*) che rappresentino un fattore di rischio per l’impresa, quanto quelle concernenti l’impatto esterno dell’attività d’impresa, quand’anche esse non si riverberino in modo diretto in impatti negativi per la società<sup>10</sup>;

ii) in tema di regole di governo societario, le nominate due sfere geografiche e culturali sembrano distinguersi in tema di intrusività

---

<sup>9</sup> L’approccio che guarda alle sole informazioni che consentono all’azionista di valutare come i fattori ESG incidono sull’andamento dell’impresa, dei suoi risultati e della sua situazione economico-finanziaria, è da tempo promosso a livello internazionale dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) del *Financial Stability Board* (FSB) a cui ha aderito più di recente l’*International Sustainability Standards Board* (facente capo all’IFRS Foundation) nei lavori di definizione di una *global baseline* di rendicontazione di sostenibilità.

<sup>10</sup> Il concetto di doppia materialità nella rendicontazione di sostenibilità delle imprese è stato introdotto con la *Non Financial Reporting Directive* (Direttiva 2014/95/UE), in vigore nel nostro ordinamento dal 1 gennaio 2017. La Direttiva ha introdotto un nuovo elemento da prendere in considerazione nella valutazione della rilevanza delle informazioni di carattere non finanziario: l’“impatto della [...] attività [dell’impresa], riferendosi con tale espressione alla rilevanza ambientale e sociale dell’attività di impresa”. In tal senso si vedano gli orientamenti sulla comunicazione di informazioni relative al clima della Commissione Europea (2019/C 209/01) che nell’interpretare la *Non Financial Reporting Directive* affermano “Le informazioni relative al clima devono essere comunicate se necessarie alla comprensione dell’impatto esterno dell’impresa. Questa prospettiva è quella che di solito interessa maggiormente i cittadini, i consumatori, i dipendenti, i partner commerciali, le comunità e le organizzazioni della società civile. Tuttavia, un crescente numero di investitori è interessato a raccogliere informazioni anche sull’impatto climatico delle società partecipate, nell’ottica di comprendere e misurare meglio l’incidenza sul clima dei propri portafogli di investimento.” Il concetto della doppia materialità è stato inoltre ribadito nella nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (la c.d. *Corporate sustainability reporting directive*) in corso di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea nel momento in cui si scrive, che modifica la precedente introducendo uno standard di rendicontazione di sostenibilità comune a livello europeo che tiene conto della doppia rilevanza dell’informativa (v. ad es. Considerando 29 e 37).

dell'intervento normativo per quanto concerne la definizione di obblighi fiduciari e l'individuazione di nuove regole di legittimazione ad attivare meccanismi di presidio dell'interesse alla sostenibilità dell'azione societaria.

Rispetto a questi temi anticipo subito le conclusioni di questo intervento: la distinzione tra *single materiality* e *double materiality* non avrebbe ragione di sussistere in presenza di mercati efficienti, ma considerata l'evidente assenza di questa preconditione, l'imposizione del criterio europeo della *double materiality* diviene il naturale approdo cui si giunge sulla base di considerazioni sia di efficienza sia di equità (*neminem ledere*)<sup>11</sup>. Nel confronto tra le due impostazioni che sembrano contrapporsi tra le due sponde atlantiche, la "posizione europea" sembra invece sollevare più dubbi con riferimento alla questione richiamata *sub ii*), posto che in Europa si profila un rischio di eterodirezione dell'attività d'impresa e di uno spostamento del baricentro decisionale al di fuori dell'organizzazione societaria e dei soggetti chiamati a finanziarne l'attività (cfr. *infra*).

3. Per orientarsi in questo ambito ritengo sia molto utile prendere le mosse dall'impostazione del prof. Ferro-Luzzi sul rapporto tra società e impresa, in particolare vorrei riprendere, con la sintesi imposta dall'economia di questo scritto, due snodi principali del suo pensiero:

1) il primo è sintetizzato in uno dei suoi ultimi scritti, ove riprendendo sue precedenti posizioni evidenziava come "*il fenomeno societario vada oggettivamente concepito, individuato, nell'organizzazione dell'esercizio, del finanziamento e della responsabilità di impresa. La formula nella sua essenza risale a G. Ferri, per vero il primo, e in tempi*

---

<sup>11</sup> Un tema diverso ma connesso concerne poi le modalità concrete a cui si sta lavorando a livello internazionale, ad esempio nei lavori G20, per consentire una effettiva interoperabilità degli standard di rendicontazione ESG che fanno capo ai due approcci opposti (*single vs double materiality*). Si veda in questo senso il recente contributo dell'*International Sustainability Standards Board* sul tema, disponibile al sito <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2022/october/issb/ap3c4d-interoperability-key-matters.pdf>

*ormai remoti, che non tanto intuì, quanto soprattutto ripetutamente affermò e coerentemente sviluppò la centralità dell'impresa nel sistema del nuovo diritto commerciale, e che a proposito della società parlava di "forma di esercizio collettivo dell'impresa". Preferisco, ma la spiegazione cercherò di darla in seguito, modificare leggermente la formula: aggiungendo ad "esercizio" il "finanziamento", non dando rilievo assoluto all'espressione "collettivo", parlando di "organizzazione", anziché di forma, e poi di "organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento", essendo l'esercizio, la responsabilità e il finanziamento in sé, come tali e perché tali, ad essere organizzati, ad essere cioè l'oggetto dell'organizzazione, quindi giuridicamente di norme aventi natura e portata essenzialmente organizzativa."<sup>12</sup>.*

2) se la società individua la forma tecnica di organizzazione (del finanziamento, svolgimento e imputazione) dell'attività d'impresa, d'altro canto – osservava il professore – l'autonomia statutaria che ne regola il funzionamento non è esercizio di un potere solo privato, riconducibile agli azionisti, in quanto l'impresa-società è un fenomeno che trascende gli interessi degli individui che ne definiscono lo statuto: *"l'autonomia privata (negoziale, anzi a rigore contrattuale, art. 1322, comma 1 c.c.) riguarda i "privati", ed esprime il potere di autoregolare con il contratto i loro interessi, negli schemi tradizionali dei rapporti privatistici (obbligazioni e diritti reali). L'impresa è però fenomeno ben diverso dai tradizionali fenomeni civilistici, ed in particolare è fenomeno "intorno al quale" i rapporti dei soggetti interessati (l'imprenditore, i finanziatori, i fornitori, i lavoratori, i clienti ed i componenti il mercato) si articolano in modo che non è facile, anzi non*

---

<sup>12</sup> P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I, p. 673.

*è possibile, inquadrare nei classici schemi privatistici. Conseguo che l'attività di organizzazione dell'esercizio, del finanziamento e della responsabilità di impresa, cioè l'iniziativa statutaria. Non può concepirsi come esercizio di "autonomia", almeno nel classico senso privatistico, anche perché evidentemente l'organizzazione dettata è necessariamente e direttamente rilevante nei confronti dei terzi. Meglio allora parlare di libertà di iniziativa economica, e più in particolare di libertà nell'organizzazione dell'esercizio dell'attività economica..."<sup>13</sup>.*

Questi due profili sono – penso – decisivi per inquadrare al vertice, sul piano economico e giuridico, la questione della sostenibilità dell'impresa condotta in forma societaria. Come vedremo infatti il problema si risolve – credo – trovando il punto di equilibrio tra questi due "poli": l'esigenza di assetti organizzativi coerenti con i bisogni di finanziamento dell'impresa, da un lato, e i limiti esterni alla libertà di iniziativa economica sottesa all'esercizio dell'autonomia statutaria, dall'altro, atteso che tale libertà non può "svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla libertà, alla dignità umana", per richiamare la nostra Costituzione (Art. 41). Nello specifico, la libertà non può travalicare la pluralità degli interessi meritevoli di tutela dei diversi soggetti terzi interessati dall'attività d'impresa, riprendendo le parole del professor Ferro-Luzzi, che rivelano a mio parere un'impostazione "pluralistica" piuttosto che "istituzionalistica" del fenomeno dell'impresa svolta in forma societaria.

3.1. Partendo dal "polo" finanziario della questione, vorrei innanzitutto fare presente che la distinzione tra *shareholders view* e *stakeholders view*, che ha animato e anima tuttora il dibattito, non ha a ben vedere ragione di essere, se assumiamo che i mercati (dei capitali e dei prodotti) siano efficienti. In presenza di questa condizione, infatti, il dovere di perseguire l'interesse alla massimizzazione

---

<sup>13</sup> Id., *op. cit.*, sviluppando quanto già osservato in Id., *Lezioni*, cit., p. 36 ss.

del valore dell'investimento azionario (nel senso prima specificato) dovrebbe necessariamente includere il dovere di internalizzare l'impatto negativo che l'impresa ha nel lungo periodo sui terzi e sul contesto esterno in cui essa opera. Ciò in quanto in presenza di mercati efficienti tale impatto si ripercuoterebbe comunque in senso negativo sul valore attuale dell'investimento azionario. Si pensi – per fare un esempio – a un'impresa che non tenga conto del suo impatto ambientale e di come tale condotta dovrebbe essere riflessa nel suo valore attuale, per le ripercussioni negative che dovrà sostenere nel futuro in termini di “perdita di avviamento” e di esposizione a rischi legali, solo per menzionare alcuni aspetti che dovrebbero rilevare (anche) finanziariamente.

In altri termini, ciò che sto cercando di porre in evidenza è che non avrebbe – sul piano teorico – senso distinguere tra *investor materiality* e *double materiality*, perché un investitore razionale in un sistema di mercato efficiente (in cui quindi il valore attuale dell'impresa sconta già tutti i flussi di cassa attesi nel futuro) dovrebbe necessariamente interessarsi, per ragioni egoistiche di ritorno sull'investimento, dell'impatto che l'azione societaria ha verso l'esterno. Questa è, d'altro canto, la ragione sottesa al cambio di denominazione della nuova direttiva europea in tema di rendicontazione delle società con riferimento ai temi ESG: quella che in precedenza si chiamava “rendicontazione non finanziaria” viene ora riqualficata come “rendicontazione in tema di sostenibilità sociale”<sup>14</sup>, proprio ad indicare e segnalare che in realtà l'attenzione ai fattori ESG è parte integrante di una corretta gestione finanziaria e della strategia imprenditoriale dell'impresa.

Stando così le cose, potremmo tranquillamente fare affidamento sul suddetto criterio dell'*investor materiality* per identificare le aree e i profili che

---

<sup>14</sup> Si veda, come già detto *supra*, in tal senso la nuova direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità (v. *ibidem*). Considerando 8: “Molti portatori di interessi ritengono che l'espressione “di carattere non finanziario” sia imprecisa, in particolare perché implica che le informazioni in questione non siano affatto pertinenti sul piano finanziario. Sempre più spesso, tuttavia, tali informazioni sono in realtà pertinenti sul piano finanziario. Molte organizzazioni e iniziative e molti professionisti del settore della rendicontazione di sostenibilità fanno riferimento alle “informazioni sulla sostenibilità”. È dunque preferibile utilizzare l'espressione “informazioni sulla sostenibilità” anziché “informazioni di carattere non finanziario”.

devono essere oggetto di rendicontazione da parte delle società e degli altri *gatekeepers* dei mercati, perché l'interesse privato porterà con sé all'affermazione del benessere collettivo, grazie appunto alla disciplina dei mercati.

Tuttavia, quello dei mercati efficienti è solo un modello astratto, mentre in realtà si registrano assetti diversi nel tempo di efficienza dei mercati, in relazione alle specifiche condizioni e strutture sussistenti in ciascun mercato in un particolare momento. In particolare, una preconditione per l'efficienza dei mercati è che essi possano operare sulla base di informazioni *complete, comparabili, affidabili* in quanto *verificabili*. Orbene, l'emergenza climatica in cui viviamo dimostra che i mercati, come dicevamo, non hanno sinora disposto di informazioni che presentino queste tre caratteristiche. Specificamente con riferimento all'impronta carbonica, ma più in generale con riguardo all'impatto delle imprese su tutto il fronte dei fattori ricompresi nell'acronimo ESG (*environment, social, governance*), è unanimemente condiviso che:

- non abbiamo informazioni sufficienti perché le fonti sono frammentate e non interoperabili;
- i dati e le informazioni disponibili sono difficilmente comparabili per la differenza di criteri e standard di misurazione e comunicazione all'esterno;
- i sistemi privati di verifica della correttezza delle informazioni non sono sufficientemente affidabili, basti pensare a come i rating ESG rivelano una significativa dispersione di giudizi<sup>15</sup>.

Di qui quindi la scelta compiuta in Europa di un approccio regolamentare – che ritengo condivisibile – ispirato da un criterio-guida che riconosca il suddetto fallimento del mercato, andando oltre la panglossiana convinzione che sia sufficiente la *investor materiality* per definire l'ambito delle informazioni rilevanti di cui imporre un'adeguata produzione e rendicontazione, per abbracciare quindi un

---

<sup>15</sup> M. GARGANTINI e M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability. ESG Ratings and Benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper n. 15, Novembre 2022.

orizzonte più ampio di quello proprio dell'investitore e ricomprendere tutti gli impatti che la società ha rispetto all'ambiente esterno (*double materiality*), anche nel caso in cui la loro rilevanza di mercato – alla luce delle correnti prassi di mercato – non sia di immediata evidenza sul piano finanziario, allo stato attuale.

4. Nel solco appena descritto, nel corso dell'ultimo decennio l'intervento regolamentare da parte del legislatore europeo si è sviluppato principalmente lungo il fronte dell'informazione, per porre rimedio al suddetto fallimento del mercato.

In questa evoluzione si distinguono due stadi distinti, che si caratterizzano per il diverso gradiente di imperatività e corrispondente delimitazione degli ambiti dell'autonomia imprenditoriale e statutaria delle società.

La prima fase (2014-2017) è incardinata sul principio "*comply or explain*" come strumento per *sollecitare* le forze del mercato ad adottare *volontariamente* strategie aziendali e di governo societario di lungo periodo, capaci cioè di internalizzare pienamente tutti gli impatti dell'attività di impresa nei confronti dell'esterno.

Si collocano in questa fase la c.d. "*non financial reporting directive*" del 2014 e la "*shareholders' rights directive*" del 2017: tutte nella sostanza basate sull'introduzione di adempimenti di processo – tanto nel governo societario<sup>16</sup>, quanto nell'attività di rendicontazione in capo sia alle imprese industriali sia agli investitori istituzionali e ai gestori del risparmio – diretti a *favorire* (ma non ad *imporre*, visto il ricorso al meccanismo di "*comply or explain*") l'adozione di dinamiche e prassi nei mercati affinché questi ultimi possano funzionare sulla base informazioni adeguate (complete, comparabili, affidabili) anche con riguardo ai

---

<sup>16</sup> Nell'ambito delle misure di *disclosure* ivi previste si distingue l'articolo 9-b della direttiva, che in realtà non si limita a introdurre obblighi di rendicontazione ma introduce – seppur in modo non esplicito – un obbligo sostanziale perseguimento di strategie aziendali "di lungo periodo", là dove prescrive che il *remuneration report* debba dare conto di come la politica di remunerazione "*contributes to the long-term performance of the company*". La prescrizione è stata poi trasposta in modo ancor più ampio in Italia nell'art.123-ter del TUF ove si dispone che "la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità..."

profili ESG, per prezzare correttamente gli impatti di lungo periodo dell'attività d'impresa.

L'esperienza di questa prima fase ha però mostrato che il cambiamento di paradigma auspicato non si stava materializzando, quanto meno non con tempistiche ed estensione compatibili con l'urgenza imposta dal cambiamento climatico e, quindi, con la crescente attenzione dei *policy makers* e dell'opinione pubblica rispetto al problema delle esternalità negative su tutto lo spettro ESG. Ne è pertanto conseguita una seconda fase, tuttora in corso, nell'ambito della quale credo si possano invero enucleare due diversi direttrici di azione, la quali appaiono ispirate da matrici concettuali diverse, e meritano pertanto considerazioni distinte.

Per un verso, il legislatore europeo ha proseguito e intensificato l'azione regolamentare diretta a costruire infrastrutture e condizioni informative che facilitino la formazione di prezzi (sul mercato dei capitali e dei prodotti) che internalizzino anche l'impatto dell'attività d'impresa sui terzi, nel lungo periodo. Appartengono a questa categoria i numerosi interventi promossi a partire dal "Piano di Azione per la Finanza Sostenibile" della Commissione europea del 2018, quali la ricordata la nuova direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità (la CSRD), il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nello specifico settore dei servizi finanziari (SFDR), il regolamento sulla tassonomia per indirizzare gli investimenti verso gli obiettivi di sostenibilità (Regolamento Tassonomia). La trattazione dei contenuti dei diversi interventi ci porterebbe troppo lontano, merita qui sottolineare come questo "cambio di passo", con la sostituzione del meccanismo "*comply or explain*" con adempimenti cogenti (caratterizzati da ambito di applicazione oggettivo e soggettivo più esteso), è motivato e giustificato dall'inefficacia del precedente approccio, per superare i problemi informativi di "selezione avversa"<sup>17</sup> e conseguente "*green washing*". La constatata inadeguatezza – sul piano dei risultati – della regola *comply or explain*, per gli evidenti problemi di

---

<sup>17</sup> Cfr. per tutti G.A. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488.



azione collettiva e *free riding* che essa ha posto, ha indotto dunque a un approccio decisamente più intrusivo nell'area delle scelte di rendicontazione contabile e di comunicazione con i mercati e con il pubblico, anche nel campo delle terminologie e denominazioni utilizzabili<sup>18</sup>. Tali interventi sono tuttavia ispirati dalla medesima filosofia sottesa alla prima fase, sono cioè sostanzialmente diretti a *favorire* la creazione di informazioni complete, comparabili, verificabili.

Questi interventi si collocano dunque in linea di continuità con il precedente indirizzo normativo, quanto a scelta di politica del diritto: essi *supportano* la libertà di iniziativa economica con riguardo ai meccanismi che presiedono alla formazione e diffusione delle informazioni, ma non incidono sul contenuto delle scelte imprenditoriali e dei meccanismi societari che portano alla formazione delle decisioni di impresa.

Una diversa impostazione “di vertice” sembra invece sottesa alla recente proposta di direttiva sul “dovere di diligenza con riguardo alla sostenibilità aziendale” (anche “*Corporate Sustainability Due Diligence*” o “CSDD”)<sup>19</sup>. L’iniziativa ha il dichiarato obiettivo di promuovere un comportamento aziendale

---

<sup>18</sup> Cfr., ad esempio e più di recente, la consultazione dell’ESMA sullo schema di linee guida “*on the use in funds’ names of ESG or sustainability-related terms*”.

<sup>19</sup> Nonostante la proposta sia molto recente, il rilievo del tema ha già provocato ampie analisi: E. Barcellona, *Shareholderism versus Stakeholderism*, in *Riv. Soc.*, 2022, 1, 171 ss.; S. BRABANT – C. BRIGHT – N. NEITZEL – D. SCHÖNFELDER, *Enforcing Due Diligence Obligations*, in *VerfBlog*, 16 marzo 2022, disponibile su <https://verfassungsblog.de/enforcing-duediligence-obligations/>; S. BRUNO, *Il ruolo della s.p.a. per un’economia giusta e sostenibile: la Proposta di Direttiva UE su “Corporate Sustainability Due Diligence”. Nasce la stakeholder company?*, in *Riv. di diritti comparati*, 2022, 303 ss.; L. HÜBNER – V. HABRICH – M.P. WELLER, *Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2022, 644 ss.; C. MAK, *Corporate sustainability due diligence: More than ticking the boxes?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2022, vol. 29(3), 301 ss.; G.D. MOSCO–R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022/1, 185 ss., spec. 191 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in corso di pubblicazione in *Riv. Soc.*, 2022; U. Tombari, *Riflessioni sullo “statuto organizzativo” dell’ “impresa sostenibile” tra diritto italiano e diritto europeo*, in *AGE*, 2022/1, 135 ss.; W. YONGE, *European Commission’s Controversial Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *The Secured Lender*, Sept. 2022, 34 ss.; nonché la serie di interventi apparsi nell’*ECGI* blog disponibili su <https://ecgi.global/blog-theme/corporate-sustainability-due-diligence>.

“sostenibile”<sup>20</sup> lungo tutta la “catena del valore” dell’impresa<sup>21</sup>, non solo incrementando il livello di trasparenza delle scelte gestionali e delle politiche aziendali, ma anche rafforzando la tutela e le prerogative dei terzi su cui impatta l’attività d’impresa<sup>22</sup>. Ai fini dell’effettiva applicazione dell’obbligo di diligenza, la proposta prevede nel complesso una combinazione di sanzioni e norme specifiche in ambito di responsabilità civile dell’impresa.

A questo proposito, si precisa che la proposta prevede una combinazione di *enforcement* pubblico, demandato e garantito dalla supervisione delle singole autorità di vigilanza nazionali (nonché dal loro coordinamento a livello europeo), e di applicazione in ambito privato, che si attuerebbe per mezzo delle modifiche alla disciplina della responsabilità civile delle imprese. Ciò attraverso: una procedura *ad hoc* per gli *stakeholder* per attivare reclami e risarcimenti, anche rispetto alla *supply chain*; una specifica previsione di *compliance* per l’adozione e la comunicazione pubblica di un piano ambientale da integrare nelle politiche aziendali; misure di accompagnamento a carico dei governi nazionali per agevolare l’adozione di tali pratiche da parte di tutte le aziende coinvolte nella catena del valore, incluse le PMI; procedure per il controllo e il coordinamento dell’*enforcement* della disciplina

---

<sup>20</sup> Il provvedimento trae ispirazione dai principi definiti in ambito internazionale (in particolare da: Organizzazione delle Nazioni Unite, Organizzazione Internazionale del Lavoro, Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) e introduce regole relative alla due diligence aziendale, con principale riferimento alle politiche adottate dall’impresa in materia di diritti umani, impatto sull’ambiente e sul clima. Alle aziende è richiesto di operare per individuare, gestire ed eventualmente porre fine agli effetti negativi delle loro attività sui diritti umani e sull’ambiente. Tali diritti e situazioni giuridiche sono individuati tramite rinvio all’elencazione delle fonti normative di rango primario ed internazionale contenute negli allegati.

<sup>21</sup> Gli obblighi di diligenza e monitoraggio interessano tutti rapporti inclusi nella catena del valore, sia a monte che a valle dell’impresa ad essa soggetti (ma solo i rapporti commerciali, cc.dd. BtoB, con l’esclusione dei rapporti commerciali con le piccole e medie imprese, ricomprendenti ovviamente anche le microimprese).

<sup>22</sup> Nel perimetro della direttiva sono compresi due gruppi di aziende: le società di grandi dimensioni (ossia con più di 500 dipendenti e più di €150 milioni di fatturato annuale, in questo primo gruppo rientrerebbero circa 9.400 imprese su scala europea, secondo le stime della Commissione) e quelle di dimensioni più contenute (ossia con almeno 250 dipendenti, più di €40 milioni di fatturato annuale e operanti in settori ad alto impatto come tessile, agricoltura, ed estrazione di minerali). L’ambito applicativo soggettivo si estende anche alle aziende extra-europee attive in UE con fatturati allineati alle due soglie sopra citate.

a carico di specifiche autorità nazionali che potranno lavorare in rete e sinergia per monitorare la corretta applicazione nel mercato unico europeo; un'armonizzazione del regime degli obblighi di diligenza in capo agli amministratori di società.

La discussione in corso su questa proposta e le finalità del presente scritto non consentono una disamina dei singoli contenuti. Merita qui sottolineare che la proposta si distingue per la tendenza a riconoscere una legittimazione attiva alla definizione delle strategie aziendali, e delle relative decisioni societarie, da parte di soggetti terzi rispetto a coloro che investono nella società finanziandone l'attività di impresa (azionisti, obbligazionisti e titolari di altri strumenti finanziari partecipativi). Credo che questo sia un indirizzo da vagliare con estrema cautela, perché – proprio trascurando che la società è, come si è detto, innanzitutto una forma tecnica organizzativa dell'investimento nell'attività di impresa (cfr. *supra*) – può condurre a una pericolosa deviazione dal principio della *necessaria correlazione tra rischio dell'investimento, rendimento del medesimo e titolarità di poteri decisionali*, che è alla base dei meccanismi di governo societario in tutti gli ordinamenti a capitalismo avanzato.

Proprio perché si fondano su tale correlazione, i meccanismi decisionali delle società definiscono una struttura di incentivi corretti, indirizzata a perseguire l'interesse alla massimizzazione del valore dell'investimento. Quest'ultimo, a sua volta, implica e richiede la valutazione e internalizzazione dell'impatto della società sui terzi, in presenza di infrastrutture e misure normative che sostengano l'efficiente funzionamento dei mercati. Occorre quindi insistere su quest'ultimo fronte, lasciando a coloro che investono nella società la ponderazione del se e la valutazione del come gli amministratori stiano adeguatamente perseguendo detto interesse sociale, attività che necessariamente implica un certo margine di apprezzamento discrezionale.

L'assegnazione invece a *stakeholders* terzi, quali associazioni rappresentative di interessi diffusi, di poteri specifici di ingerenza nel governo delle società, e l'introduzione di imprecisati obblighi di conseguimento di interessi diversi dalla

massimizzazione del valore dell'investimento nella società – interessi tra l'altro a volte potenzialmente confliggenti (si pensi alla inevitabile tensione tra l'obiettivo della neutralità climatica e l'impatto sociale della transizione verso tale obiettivo) – rischiano di provocare significative “conseguenze non volute”.

Da un lato, tali innovazioni comportano un'alterazione dei meccanismi decisionali all'interno delle società, che rischia di incrementare i costi di “agenzia” tra amministratori e investitori, potendo così finire con il sottrarre di fatto i primi al sindacato dei secondi nell'assemblea societaria<sup>23</sup>; dall'altro non assicurano che gli interessi di terzi e/o di carattere generale siano effettivamente tutelati, non essendo affatto scontato che gli *stakeholders* cui vengano demandati i suddetti poteri (di ingerenza *ex ante* ovvero interdizione *ex post*) siano animati dagli incentivi corretti e dispongano delle competenze necessarie, potendo pertanto rivelarsi addirittura inefficaci se non addirittura controproducenti rispetto alla tutela e perseguimento di detti interessi di terzi e/o di carattere generale.

Non si vuole con questo in alcun modo disconoscere il rilievo sociale e la pluralità degli interessi individuali e generali sottesi all'attività d'impresa, specie quando condotta nella forma delle grandi società per azioni. Piuttosto, si è inteso evidenziare come questo aspetto sia uno dei due “poli” della questione e come esso vada inquadrato tenendo presente come le società per azioni siano anche e innanzitutto strumenti di investimento in attività di impresa che operano in un contesto di mercato (cfr. *infra*). Tenendo presente questi due termini di riferimento, dobbiamo essere vigili rispetto a soluzioni che possono pregiudicare i meccanismi di finanziamento e di crescita delle società/impres<sup>24</sup> e con esso il corretto

---

<sup>23</sup> Per una descrizione del rapporto di agenzia e l'enfasi posta sul rischio che amministratori che debbano rendere conto sia agli azionisti sia ad altri *stakeholders* non servano né gli uni né gli altri, F.H. EASTERBROOK E D.R. FISCHER, *op. cit.*, p. 38. Con specifico riferimento all'iniziativa in questione M. STELLA-RICHTER JR, *Corporate Sustainability Due Diligence*, cit., ove si ricorda che “*accountability to everyone means accountability to no one*”.

<sup>24</sup> Già nel 1925 coglieva l'intrinseca correlazione tra regole del governo societario, costo del finanziamento e crescita imprenditoriale, M. Pantaleoni, in “*Alcune osservazioni sui sindacati e sulle leghe*”, ove osservava che per poter crescere “*l'imprenditore privato tenta di prendere capitale a prestito e mettersi subito nelle condizioni ora riconosciute più opportune. E sarà questa ricerca di*

funzionamento dei mercati (dei capitali e dei prodotti), la cui forza disciplinante – attraverso gli opportuni interventi regolamentari di sostegno del funzionamento dei mercati, *in primis* per quanto concerne le informazioni – dovrebbe essere il migliore strumento di tutela e realizzazione di detti interessi generali.

## Stefano Cappiello

*Dirigente Generale del MEF*

---

*capitali l'impresa, per così dire, pregiudiziale che egli dovrà far riuscire per poter proseguire e non essere fin da ora o divorato o condannato a morte per etisia. Ma il sovventore reclama un prezzo, che può assumere forma svariatissime: vorrà essere, forse, accomodante; vorrà, invece, essere creditore cambiario; potrà reclamare di essere socio che prenda parte nella gerenza, ecc. Da notare è questo, che il prezzo per la locazione del capitale è in parte esplicito e manifesto, in parte, all'incontro, è racchiuso e mascherato nella forma giuridica. Questa forma varia; varia con il tempo, con i mercati e, in ogni istante e luogo, sono in concorrenza varie forme. A me pare evidente e, ad ogni modo, riesce di facile dimostrazione, che la storia delle forme giuridiche che i rapporti tra i creditori e debitori hanno assunto in varie epoche, o che assumono in vari luoghi, in altri termini, che la storia delle forme giuridiche delle società commerciali, delle associazioni economiche, dei modi di partecipare gli uni agli interessi degli altri, non è altro che la storia del pezzo di capitali, mascherata nelle condizioni che la forma racchiude.” (citazione tratta da Franco Romani, *La concorrenza nel pensiero economico italiano*, in AA.VV., *Per un diritto della concorrenza*, 1996, Banca d'Italia).*

## L'ATTIVITÀ ESG DELLE BANCHE E LA PROSPETTIVA DI RIFORMA DELLA REGOLAZIONE PRUDENZIALE DELLE INFORMAZIONI \* \*\*

*(The ESG business of banks and the prospects for reform  
of the European prudential regulation of ESG information)*

**ABSTRACT:** *The problem of identifying ESG factors takes on a different connotation for banks than for ordinary companies. ESG becomes an aspect of the banking business and involves the assessment of risks for banks' counterparties. The consequences are many. The topic is in a study phase. This essay considers the ESG banking business, the onset of risks for counterparties, presents the rules on information and what the regulatory perspectives of the reform proposed by the European Commission could be.*

**SOMMARIO:** 1. La diffusione dell'attività bancaria connessa ai fattori ESG quale premessa della regolazione. – 2. L'attività bancaria connessa ai fattori ESG. – 3. Il ruolo della *soft law* e il problema degli arbitraggi regolatori in materia di ESG. – 4. La valutazione del rilievo ESG dell'attività finanziata rispetto all'attività bancaria. – 5 L'internalizzazione dei fattori ESG come fattori di rischio sistemico per le banche. – 6 La prospettiva regolatoria di mercato e la regolazione prudenziale europea. – 7 La regolazione prudenziale dell'informativa ESG. – 8 (segue) Il *Green Asset Ratio*. – 9. Le prospettive della rilevanza della regolazione ESG per l'attività bancaria sostenibile.

1. Le banche entrano in contatto con i fattori *ambientali, sociali, e di governance* (*Environmental, Social, e Governance*, c.d. ESG), che costituiscono diversi unitari aspetti della sostenibilità, nell'esercizio della loro attività quando le loro controparti vi sono soggette, o i servizi offerti vi sono connessi. I problemi che

---

\*Contributo approvato dai revisori.

\*\*La ricerca è sviluppata nell'ambito del progetto PRIN2020 «*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*» (Prot. 2020SMP7A7, Principal Investigator: Prof. Diego Rossano).

ne derivano sorgono quindi perché la banca risente dei rischi delle controparti, le quali possono essere interessate dai fattori ESG, ovvero perché condiziona giuridicamente i propri servizi o prodotti ai medesimi fattori<sup>1</sup>.

L'attività bancaria comporta quindi la possibilità di considerare gli ESG in base al contratto di finanziamento e, in particolare dell'attività finanziata, il che determina un passaggio di prospettiva che ne riduce il significato ai rischi per l'attività stessa.

Per comprendere il rilievo di tali temi appare rilevante prendere in considerazione l'esistenza di un mercato di prodotti bancari ESG, fiorito grazie alla diffusa emissione di prestiti ESG con tassi dipendenti dalle *performance* ESG dei mutuatari. Gli *stakeholder* richiedono che le imprese siano attente alle questioni ambientali, sociali e di *governance*. Le imprese rispondono a queste richieste sia incorporando negli obiettivi della loro attività considerazioni ESG che coprono un'ampia gamma di argomenti (che riguardano le esternalità ambientali, il benessere dei dipendenti, la diversità sociale, la *governance*), sia tramite la previsione della cura di questi aspetti nelle loro *corporate policy*.

Parallelamente allo sviluppo dell'attività sensibile ai fattori ESG, una crescente letteratura finanziaria esamina come i fornitori di capitale modellino e influenzino le politiche ESG delle imprese<sup>2</sup>. Si affianca a questa produzione una

---

<sup>1</sup> La differenza è colta dalla Commissione europea che nel proprio *Action Plan: Financing Sustainable Growth* (o *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*) del 2018, individua un'azione volta a chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività (*Action 7*) e un'azione per integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali (*Action 8*). Si v. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM/2018/097 final (in *inde*, CE, *Action Plan*)

<sup>2</sup> Per un'analisi di come gli investitori di *equity* esprimano le loro inclinazioni verso gli impegni ESG delle società finanziate, o partecipate, in luogo di molti v. KRUEGER, SAUTNER, STARKS, *The importance of climate risks for institutional investors*, in *The Review of Financial Studies*, 33, 2022, pp. 1067 ss.; HARTZMARK, SUSSMAN, *Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows*, in *The Journal of Finance*, 74, 2019, p. 2789 ss.; DYCK, LINS, ROTH, WAGNER, *Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 131, 2019, p. 693 ss. A proposito dei *green bond*, che, come noto, rappresentano un'altra modalità di orientamento del finanziamento, tra gli altri, v. FLAMMER, *Corporate green bonds*, in *Journal of Financial Economics*, 142, 2021, p.

letteratura giuridica orientata a definire il rilievo dell'attività di investimento, in particolare degli investitori istituzionali, nell'attuazione di politiche ESG compatibili da parte delle società partecipate e come questo approccio determini il coinvolgimento degli investitori istituzionali nel perseguimento dei fattori ESG e l'interpretazione di alcuni fenomeni giuridici<sup>3</sup>.

Il ruolo (dell'attività) delle banche nell'ambito del finanziamento ESG, tuttavia, è molto meno indagato<sup>4</sup> rispetto a quello degli investitori istituzionali, nonostante la rilevanza del finanziamento bancario<sup>5</sup>, e la realizzazione in questo ambito di un collegamento tra creazione di valore sostenibile e modelli di *business* sostenibili di imprese e, appunto, banche<sup>6</sup>.

Alla funzione che il prestito e il deposito bancario rivestono nelle politiche ESG e, per quanto qui di interesse, alle conseguenze sul piano regolatorio è dedicato quindi minor spazio.

Diverse ragioni giustificano un esame autonomo della regolazione dell'attività bancaria connessa ai fattori. Tra di esse si possono includere il programma di *policy* in materia di sostenibilità della Commissione europea e il contributo richiesto all'intermediazione dal processo di finanziamento della

---

499 ss., BAKER, BERGSTRESSER, SERAFEIM, WURLER, *The pricing and ownership of U.S. green bonds*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2022 (in corso di pubblicazione).

<sup>3</sup> Per la teorizzazione della funzione degli investitori istituzionali v. GILSON, GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 113, 2013, p. 874 ss.; sul ruolo degli investitori istituzionali v. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1350 ss.; STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Black Rock*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 51 ss.

<sup>4</sup> Senza tema di completezza, si v. DE SÁ, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, in Câmara, Morais (a cura di), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Cham, 2022, pp. 375 ss.; mentre dedicano l'analisi a entrambi gli aspetti del finanziamento ALEXANDER, FISHER, *Banking Regulation and Sustainability*, in Beekhoven van den Boezem, Jansen, Schuijling, *Sustainability and Financial Markets*, Deventer, 2019, p. 7 ss.

<sup>5</sup> Per tutti v. CHILIORO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in *AGE*, 2022, 1, p. 263 ss., p. 268.

<sup>6</sup> Per questi aspetti v. ZIOLO, FILIPIAK, TUNDYS, *Sustainability in Bank and Corporate Business Models. The Link between ESG Risk Assessment and Corporate Sustainability*, Cham, 2021, *passim*, p. 2.



transizione verso un'economia sostenibile<sup>7</sup>; la dimensione reale del fenomeno, considerato che il credito bancario all'impresa è la principale fonte di finanziamento del debito a livello internazionale<sup>8</sup> e il costo del finanziamento ESG sta divenendo

---

<sup>7</sup> La premessa della regolazione europea in materia di ESG si può ritrovare nella considerazione che dell'attività bancaria fornisce il contesto programmatico delineato dalla Commissione europea, in particolare nelle Comunicazioni: *Action Plan: Financing Sustainable Growth* (o *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*) del 2018 e *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy* del 2021. L'Unione Europea ha così avviato un programma di innovazione delle prospettive della propria attività di regolazione considerando sia la funzione del finanziamento della crescita sostenibile, sia del finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile. In questo modo è stato creato un contesto di riferimento per una serie di iniziative e interventi legislativi che riguardano la sostenibilità e i fattori ESG che comprendono quelle più propriamente bancarie previste dalle Proposte di modifica della CRD e del CRR, che, come noto, disciplinano a livello europeo la regolazione bancaria. Per la programmazione della regolazione europea si v. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM/2018/097 final; nonché COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM/2021/390 final. Per un inquadramento sistematico delle iniziative europee e internazionali si v. BUSCH, FERRARINI, VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in Bush, Ferrarini, Grünewald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, pp. 19 ss.; BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in Passalacqua (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Marco Giusti*, Padova-Milano, 2022, p. 197 ss., p. 209 ss.; e ivi anche NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del green new deal europeo*, p. 287 ss. Per più generali riflessioni, per tutti, CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in questa *Rivista*, 2022, p. 5 ss.

<sup>8</sup> Senza qui poter definire con precisione i prestiti ESG, è sufficiente considerare tali quei prestiti i cui termini sono contrattualmente legati alla *performance* ESG (ad es. *ESG-linked loans*, o anche *sustainability-linked loans*), ovvero quei prestiti i cui proventi finanziano direttamente progetti ecologicamente e socialmente consapevoli (c.d. *green loans*). A riguardo si può verificare che un'analisi dei volumi di tali prestiti nel periodo da gennaio 2016 a settembre 2021, dimostra che l'attività di prestito ESG in tutto il mondo è cresciuta in modo esponenziale passando da 6 miliardi di dollari nel 2016 a 322 miliardi nel 2021, diventando un segmento importante del prestito globale, tale da eclissare i mercati obbligazionari globali legati alla sostenibilità. Rende chiara l'importanza del fenomeno all'interno della finanza sostenibile il paragone con l'emissione dei c.d. *green bond*, che è cresciuta da 5 miliardi di dollari nel 2013 fino a 96 miliardi nel 2018. Le obbligazioni *ESG-linked*, legate alla *performance* ESG dell'emittente, rimangono quindi un mercato più ridotto, sebbene importante. Dal 2020, l'emissione di prestiti *ESG-linked* (equivalente a circa \$ 466 miliardi) ha contribuito a ridurre l'emissione di obbligazioni *ESG-linked* (di circa \$ 24 miliardi); per un'analisi si v. FLAMMER, *Corporate green bonds*, cit. I prestiti ESG costituiscono oltre il 12% dei prestiti bancari globali nel 2021. Tra tutte le attività di prestito ESG nel 2021, 289 miliardi di dollari (il 90%) erano costituite da *ESG-linked loans*. L'aumento di tali prestiti, che hanno comunque una natura comune, ha consentito ai prestiti ESG di diffondersi a un insieme più ampio di settori rispetto ai servizi di pubblica utilità, dove una quota maggiore di *green loan* e finanziamenti obbligazionari rimane concentrata. Infine, si può anche ricordare che le *utility* rappresentano il 17% dell'importo aggregato delle emissioni di prestiti *ESG-linked*: se si confrontano i dati si nota che il 59% è

più attraente per la domanda di credito<sup>9</sup>. Senza contare che il controllo sul rischio ESG a cui le banche sottopongono le società che usufruiscono dei prestiti, o che vi vorrebbero accedere, è spesso molto incisivo, tanto da poter indurre le imprese che sopportano alti rischi ESG a rivolgersi al mercato dell'investimento<sup>10</sup>.

A quanto considerato si può anche aggiungere che, in una fase iniziale di transizione verso la sostenibilità, per le banche – incoraggiate dalle autorità bancarie, che incentrano sui rischi ESG bancari, più che sulle opportunità offerte dal relativo mercato, la spinta ad adottare un nuovo modello di *business* ESG<sup>11</sup> – diviene fondamentale conoscere questi aspetti che sono all'origine delle modifiche, o dell'introduzione di una parte considerevole della regolazione che ne condizionerà la futura gestione<sup>12</sup>.

2. Proprio perché il settore bancario svolge un ruolo distintivo nel sostenere l'adattamento dell'economia alla sostenibilità, è interessato, direttamente e indirettamente, dai rischi ESG<sup>13</sup>. Le banche convogliano capitali verso determinati

---

riferibile a *green loan*, il 32% all'emissione di *bond*. Per le analisi dei volumi dei prestiti bancari considerati v. KIM, KUMAR, LEE, OH, *ESG Lending*, ECGI Finance Working Paper N° 817/2022, settembre 2022, p. 1 ss. (sul sito [http://ssrn.com/abstract\\_id=3865147](http://ssrn.com/abstract_id=3865147)), ove ulteriori riferimenti; nonché COLETON, FONT BRUCART, GUTIERREZ, LE TENNIER, MOOR, *Sustainable finance*, cit.

<sup>9</sup> A riguardo v. SHIN, *Corporate ESG Profiles, Matching and the Cost of Bank Loans*, 8 Dicembre 2021 (sul sito <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3740710>).

<sup>10</sup> In argomento v. NEWTON, ONGENA, XIE, ZHAO, *Banks vs. markets: Are banks more effective in facilitating sustainability?*, BOFIT Discussion Papers 5-2022, 27 aprile, 2022.

<sup>11</sup> Si v. LA TORRE, LEO, PANETTA, *Banks and environmental, social and governance drivers: Follow the market or the authorities?*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 2021, p. 1620 ss.

<sup>12</sup> Per la futura disciplina europea si v. COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE, Bruxelles, 27.10.2021, COM(2021) 663 final, (inde, Proposta CRD) e Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 575/2013 per quanto riguarda i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'*output floor*, Bruxelles, 27.10.2021, COM(2021) 664 final (inde, Proposta CRR).

<sup>13</sup> Accanto alla capacità di reazioni resilienti adeguate degli enti agli impatti dei fattori ESG, le banche devono essere «in grado di individuare, misurare e gestire sistematicamente i rischi derivanti da tali fattori», la Proposta CRD assegna un ruolo rilevante alle autorità di vigilanza e ne traccia i compiti, che devono essere quelli di valutare «i rischi sia a livello del singolo ente sia a livello

settori e influenzano gli enti finanziati, sono quindi parti di rapporti di cui subiscono gli esiti e i rischi.

I fattori ESG possono dare luogo a pratiche bancarie sostenibili, ecologiche o responsabili<sup>14</sup>. I rischi che generano per l'attività bancaria sono conseguenze (ipotetiche) la cui accettabilità può essere governata con modalità analoghe a quanto avviene per gli altri rischi bancari, a cui si possono assimilare.

L'inclusione nell'attività di ESG-loan è da tempo presente nelle banche comuni e non più limitata alle banche sociali, ovvero alle banche etiche, il cui scopo è promuovere determinati obiettivi, appunto sociali o etici, e non solo quello della massimizzazione del profitto<sup>15</sup>.

Dal punto di vista commerciale, l'attività focalizzata sugli aspetti ESG rappresenta, come molte altre, un'opportunità per entrare in diversi mercati, attrarre la clientela attenta a questi profili, per diverse ragioni, e, non ultimo, per ottenere vantaggi in termini reputazionali<sup>16</sup>. Si può, a riguardo, osservare un

---

sistemico», e indica la priorità nella valutazione: che è dovuta «ai fattori ambientali» dai quali si va «progredendo verso gli altri fattori di sostenibilità man mano che le metodologie e gli strumenti per la valutazione evolvono» (Considerando 34, Proposta CRD).

<sup>14</sup> Sulle pratiche di *green banking*, in luogo di molti, Dombret, Kenadjian (a cura di), *Green Banking and Green Central Banking*, Berlin - Boston, 2022, *passim*, e ivi spec. MMINELE, *Banking on going green*, p. 29 ss.; e SEWING, *Green Banking in Practice: How Banks and Corporates will need to work together to finance the Transition to a more sustainable Economy*, pp. 37 ss.; nonché ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge, 2019, p. 352.

<sup>15</sup> A livello nazionale, al concetto di banca etica spesso si fa riferimento considerando come presupposto dell'accesso al credito e il perseguimento di obiettivi sociali da parte degli istituti di credito, ovvero il finanziamento del c.d. terzo settore. Sul tema si v. CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e «finanza etica»*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1997, pp. 21 ss.; COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2011, p. 165 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Finanza etica ed etica della finanza. La «responsabilità sociale dell'impresa» nel settore della finanza*, in *Jus*, 2005, p. 13 ss.; Più di recente v. MACCHIAVELLO, *Posso esistere «banche etiche»? La nuova definizione normativa di «operatori di finanza etica e sostenibile» tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in questa *Rivista*, 1, 2019, p. 188 ss., nonché SCIARRONE ALIBRANDI, MACCHIAVELLO, *Commento all'art. 111-bis T.U.B.*, in Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, 4a ed., Padova, 2018, p. 1643 ss.; PORZIO, *La banca etica*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2193 ss.; CARLIZZI, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis T.U.B.*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2020, pp. 51 ss.

<sup>16</sup> Per un esame empirico dell'utilizzo dei fattori ESG da parte delle banche con finalità reputazionali e il problema che in questo modo si nascondano forme di *greenwashing*, anche tramite il *reporting* bancario, v. KHAN, BOSE, MOLLIK, HARUN, *“Green washing” or “authentic effort”? An*

crescente dinamismo bancario nel formulare proposte di prodotti che soddisfino le richieste di servizi finanziari socialmente responsabili e rispettosi dell'ambiente nell'ambito della normale attività bancaria, di credito o di raccolta<sup>17</sup>. Accanto a strumenti finanziari sostenibili del mercato dei capitali, come i *green bond* e i *social bond*<sup>18</sup>, esiste quindi una vasta gamma di prodotti bancari sostenibili. Tra questi, solo per ricordarne alcuni, i prestiti verdi (o *green loan*), o i prestiti legati alla sostenibilità (*sustainability-linked loan*), sono tipi di finanziamento che si inseriscono nell'ambito della normale attività di credito, caratterizzati da elementi (clausole contrattuali) che li legano agli aspetti di cui si sta discutendo come tipi contrattuali definibili in termini di *ESG loan*, o *ESG-linked loan*.

I *green loan* finanziano esclusivamente progetti verdi che devono fornire chiari benefici ambientali<sup>19</sup>. I prestiti legati alla sostenibilità (*sustainability-linked loan*), incentivano il debitore attraverso obiettivi di *performance* di sostenibilità predeterminati<sup>20</sup>. La differenza sta nell'utilizzo dei proventi specificamente per un investimento *green* nella prima tipologia di contratti, che non è determinante nella seconda. I *sustainability-linked loan* mirano inoltre a migliorare il profilo di sostenibilità del mutuatario misurando la sua *performance* rispetto a obiettivi di *performance* di sostenibilità. La differenza si coglie allora nella possibilità che il mutuatario rispetti o meno gli obiettivi, accedendo solo nel primo caso a forme di finanziamento; ovvero per i *sustainability-linked loan*, che il rispetto degli obiettivi

---

*empirical investigation of the quality of sustainability reporting by banks*, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 34, 2021, p. 338 ss.

<sup>17</sup> Si osserva il passaggio da ambiti ristretti dell'attività finanziaria a più generali profili dell'attività bancaria da parte di MIGLIORELLI, DESSERTINE, *From Transaction-Based to Mainstream Green Finance*, in Migliorelli, Dessertine (a cura di), *The Rise of Green Finance in Europe. Opportunities and Challenges for Issuers, Investors and Marketplaces*, Cham, 2019, p. 153 ss.; nonché quanto già indicato nel par. 1, nelle note.

<sup>18</sup> A proposito dell'emissione e del mercato di *ESG bonds*, v. REQUICHA FERREIRA, *The New ESG Bond Markets*, in Câmara, Morais (a cura di), cit., pp. 149 ss.; e per alcuni aspetti LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soci.*, 2021, p. 115 ss.

<sup>19</sup> LOAN MARKET ASSOCIATION (LMA), ASIA PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION (APLMA), LOAN SYNDICATIONS AND TRADING ASSOCIATION (LSTA), *Green Loan Principles*, dicembre 2018 (sul sito [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)).

<sup>20</sup> LMA, APLMA, LSTA, *Sustainability Linked Loan Principles*, marzo 2019 (sul sito [www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)).

siano misurati e quindi che il mutuatario possa accedere ai finanziamenti in proporzione alla misura in cui avrà conseguito gli obiettivi di sostenibilità.

Entrambe le tipologie richiedono comunque obblighi di rendicontazione, in questo modo aumentando la trasparenza<sup>21</sup>, che dovrebbe garantire forme di controllo del mercato e quindi ridurre gli incentivi per forme di *greenwashing*, per quanto non si possano negare inevitabili profili di ambivalenza delle previsioni<sup>22</sup>.

Tra i prodotti che rispondono a profili ESG si possono anche ricordare i depositi verdi (*green deposit*), ma il riferimento potrebbe ben riguardare anche prodotti più generalmente denominabili *sustainability-linked deposit*. In questo caso a essere coinvolta è l'attività di raccolta delle banche. I fondi in tal modo entrati nella disponibilità della banca per l'impiego sono assegnati a un determinato *pool* di attività ammissibili che soddisfano determinati criteri ambientali, ovvero, più in generale risultano ESG compatibili<sup>23</sup>. In questo caso, solo incidentalmente, si può notare l'assimilabilità funzionale tra attività bancaria e di investimento, almeno sul piano dell'impiego, il che potrebbe porre un problema di possibile *engagement* come per gli investitori istituzionali<sup>24</sup>, sia pure con le differenze del caso.

Si può identificare un altro servizio bancario legato alla sostenibilità nella microfinanza, fenomeno che qui non si può che considerare unitariamente, ma che in realtà si riferisce a diverse tipologie di finanziamento<sup>25</sup> indirizzate verso coloro che (per varie ragioni) non hanno accesso al sistema bancario tradizionale. Queste tipologie di finanziamento, legate anche al sistema delle banche etiche, prevede la fornitura di servizi finanziari, in senso lato prestiti, ma anche servizi di consulenza a

---

<sup>21</sup> A riguardo v. DE SÁ, *ESG and Banks*, *op. cit.*, p. 380

<sup>22</sup> Per alcuni aspetti si v. KHAN, BOSE, MOLLIK, HARUN, "Green washing" or "authentic effort", *cit.*

<sup>23</sup> A esempio si consideri l'emissione di depositi verdi per i clienti *corporate*, che a loro volta devono possedere un certo livello di *rating* ESG; a riguardo v. DE SÁ, *op. cit.*, p. 380. Per continuare nell'esemplificazione, tra i prodotti bancari ESG si possono annoverare anche le carte di credito verdi che offrono donazioni a organizzazioni *no profit* sulla base di una determinata percentuale sugli acquisti. Sul tema v. CARÈ, *Sustainable Banking. Issues and Challenges*, London, 2018, p. 70.

<sup>24</sup> Sul tema, quanto agli investitori istituzionali, v. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli investitori istituzionali*, *cit.*, *passim*.

<sup>25</sup> MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e Peer-to-peer lending*, in *Banca impresa società*, 2013, p. 277 ss.

privati e piccole imprese che altrimenti non potrebbero usufruirne. In questo modo vengono affrontate molte problematiche sociali, alcune delle quali perseguono anche obiettivi ambientali<sup>26</sup>.

Se, quindi, si vogliono trarre alcune parziali risultati sul rapporto tra settore bancario ed ESG di aiuto per proseguire l'analisi, si può pensare che l'impatto dell'attività che esprimano condizioni ESG dovrebbe risultare positivo da due punti di vista: da una parte si può osservare che l'aumento dei prodotti ESG indirizza i capitali raccolti verso attività e settori che hanno un impatto positivo sulle questioni ambientali e sociali, consentendo finanziamenti che promuovono l'innovazione e lo sviluppo della sostenibilità. Dall'altra, come prestatori, le banche si trovano in una posizione privilegiata che può consentire (loro) di influenzare il cambiamento dei modelli di *business* verso finalità ESG, ovvero, almeno, verso componenti ESG dell'attività delle imprese finanziate. Le azioni che le banche possono intraprendere e i comportamenti che possono indurre (se si vuole, in termini di spinta gentile o *moral suasion* nei confronti della clientela) deriva dalla loro naturale posizione di mercato, che è una conseguenza del tipo di attività esercitata che quindi può generare un notevole riverbero sul settore non finanziario<sup>27</sup>.

3. La capacità delle banche di convogliare fondi verso determinati settori e, quindi, di influenzare gli enti finanziati consente di riconoscere al settore bancario un ruolo nel sostenere l'adattamento dell'economia alla sostenibilità. Questa funzione si manifesta nel mercato, prima ancora che la Commissione europea ne faccia oggetto della propria programmazione, o che il legislatore regoli tali funzioni.

Parallelamente alle innovazioni dell'attività bancaria appena evocate (e ad

---

<sup>26</sup> Il fenomeno è attualmente incluso nell'offerta di prodotti, o di servizi, di alcune banche e si può osservare una sua crescita nell'Unione europea; si v. FORCELLA, HUDON, *Green Microfinance in Europe*, in *Journal of Business Ethics*, 135, 2016, p. 445 ss.; DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 380 s.

<sup>27</sup> Si v. quanto già anticipato nel par. 1, ntt. ...#.

altre che non è qui possibile esaminare<sup>28</sup>), le banche agiscono sulla base di linee guida internazionali che armonizzano le pratiche e forniscono un punto di riferimento per il settore. Sebbene non vincolanti, le iniziative regolatorie internazionali individuano nella trasparenza l'aspetto più rilevante del controllo: si richiedono *report* sulla *compliance* e motivazioni reputazionali. L'idea che sembra potere scorgere alla base, che in definitiva coincide con una diffusa rappresentazione della trasparenza, è quella di consentire un controllo di mercato, ovvero reputazionale in ragione delle finalità connesse a questo tipo di finanza, e così favorire anche la c.d. *market discipline*.

Al di là di questi aspetti di controllo, l'importanza del ricorso a linee guida appartenenti alla *soft law* si può apprezzare anche sul piano dell'imputazione della responsabilità dell'ente creditizio e dell'uniformità dell'informazione, e non sempre su quello della cogenza delle norme.

Tra le linee guida più diffuse sul piano internazionale, meritano menzione gli *Equator Principles*, per lo più applicabili alla finanza di progetto (c.d. *project finance*). I principi prevedono un *framework* di gestione del rischio, specialmente di quello ambientale e sociale che si verificano nel *project finance*: forniscono quindi uno *standard* minimo per la *due diligence* e il monitoraggio per supportare un processo decisionale responsabile del rischio<sup>29</sup>. Un'iniziativa delle Nazioni Unite analoga è quella dei *Principles for Responsible Banking*, che si riferiscono a un sistema bancario sostenibile: in questo caso i *principle* aiutano il settore a dimostrare come fornire un contributo positivo alla società<sup>30</sup>. Anche il settore privato ha modelli propri di comportamento. I *green loan* e i *sustainability-linked loan* sono stati standardizzati da un gruppo di associazioni del mercato dei prestiti

---

<sup>28</sup> Per altri esempi di prodotti finanziari sostenibili v. CARÈ, *Sustainable Banking*, cit., pp. 65 ss.; UNEP FINANCE INITIATIVE, *Green Financial Products and Services. Current Trends and Future Opportunities in North America*, 2007, p. 15 s.

<sup>29</sup> A riguardo v. DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 381; per riferimenti il sito <https://equator-principles.com>.

<sup>30</sup> Sul tema v. LANCE, *Equator Principles III: A Hard Look at Soft Law*, in *North Carolina Banking Institute*, 17, 2013, p. 175 ss.; DE SÁ, *op. ult. cit.*; per riferimenti anche il sito [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org).

che hanno stabilito i principi fondamentali a cui questi prodotti dovrebbero conformarsi<sup>31</sup>.

Nonostante l'approccio (auto-)regolatoria abbia indubbi meriti nello spingere verso forme ESG compatibili di attività di impresa, il rischio del *greenwashing* per le banche è significativo. Infatti, se anche da un lato si verifica l'esistenza e l'incremento di pratiche sostenibili e prodotti bancari compatibili con i fattori, per i quali il settore riesce a garantire trasparenza ed effettività; dall'altro lato gli istituti di credito non si sono allontanati, o non si sono allontanati del tutto dal finanziamento di industrie ad alta intensità per la produzione di carbonio<sup>32</sup>. Le promesse di impegno annunciate per l'azzeramento delle emissioni nette di *gas serra*, così come altri obiettivi sociali, sono quindi spesso accolte con scetticismo<sup>33</sup>. La ragione non coinvolge esclusivamente profili etici, ma riguarda la consapevolezza delle dinamiche più in generale economiche e la natura del rapporto di finanziamento e la necessità dell'attività finanziata e rispetto al sistema economico più in generale<sup>34</sup>.

Il tema, tuttavia, non è qui tanto quello di considerare la completezza e l'effettività del passaggio alla prospettiva di piena sostenibilità, quanto quello, giuridicamente rilevante per la regolazione, di controllare gli arbitraggi che l'esercizio parallelo di attività ESG compatibili o non compatibili possono consentire dal punto di vista delle valutazioni (dei requisiti) prudenziali previste per i rischi

---

<sup>31</sup> A riguardo si v. le iniziative di LMA, APLMA, LSTA, *citt.*, *supra ntt.* ...#.

<sup>32</sup> A riguardo v. UMAR, JI, MIRZA, NAQVI, *Carbon neutrality, bank lending, and credit risk: Evidence from the Eurozone*, in *Journal of Environmental Management*, 296, 2021, 113156, i quali valutano l'impatto dei prestiti *carbon neutral* sul rischio di credito nell'Eurozona. Per quanto riguarda il rilievo delle obbligazioni *green*, tra gli altri si v. SARTZETAKIS, *Green bonds as an instrument to finance low carbon transition*, Working Paper, Bank of Greece 2019; sull'efficacia della trasparenza in materia, v. l'analisi di ATTIG, RAHAMAN, TRABELSI, *Greenwashing and Bank Loan Contracting: Does Environmental Disclosure Quality Matter to Creditors?*, 4 luglio 2021 (sul sito <https://ssrn.com/abstract=3880113>).

<sup>33</sup> Per un'analisi v. HUNT, WEBER, *Fossil fuel divestment strategies: Financial and carbon related consequences*, in *Organization and Environment*, 32, 2019, p. 41 ss.; per esemplificare, si v. RAINFOREST ACTION NETWORK, *Banking on climate chaos. Fossil Fuel Finance Report*, 2021 (sul sito [www.ran.org](http://www.ran.org)).

<sup>34</sup> Dovendo considerare l'incidenza di elementi esogeni, o riferibili al ciclo economico, sui programmi di riduzione delle emissioni di carbonio; a riguardo v. EMMERICH, *War in Ukraine: Is ESG at a Crossroads?*, Harvard Business Law Forum, 24 marzo 2022.



affrontati.

4. Per comprendere la compatibilità con i fattori ESG dell'attività bancaria sembra necessario procedere valutando la corrispondenza di tali fattori in riferimento all'attività finanziata. Infatti, non sembra di poter direttamente individuare elementi oggettivi della rilevanza ESG di un finanziamento, ovvero, e sotto altro punto di vista, in riferimento a un (pre-)giudizio oggettivo del rilievo dell'orizzonte temporale<sup>35</sup> su cui il finanziamento stesso si sviluppa.

A riguardo è quindi necessario considerare l'esercizio dell'attività bancaria (con particolare evidenza in rapporto all'esercizio del credito) alla luce del rapporto tra attività finanziata, sostenibilità e quindi finanziamento.

In questo senso sembra di dover valutare adeguatamente elementi che considerino gli aspetti ESG del finanziamento operando sui profili di selezione del credito, avvalendosi, o meno, di tecniche di intelligenza artificiale per la valutazione ESG dell'attività finanziata e quindi per la concessione del credito<sup>36</sup>. Rispetto a tale

---

<sup>35</sup> Sugli appelli al lungo termine nel sistema finanziario, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 2018, Action 10, p. 11; EBA, *Report on undue short term pressure from the financial sector on corporations*, Dicembre 2019. Sui limiti dell'impostazione, per tutti, STELLA RICHTER jr, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 16 ss., p. 33 ss.

<sup>36</sup> Si può qui solo suggerire l'idea che la disciplina in materia di comunicazione non finanziaria attivi un flusso di informazioni sulla sostenibilità a vantaggio di un ventaglio sempre più ampio di attori. Le informazioni comunicate dalle imprese saranno pertanto a disposizione non solo dei soci, ma anche degli analisti delle banche, delle compagnie di assicurazione, delle società di gestione del risparmio e delle agenzie di *rating*, del credito, degli investitori finali, delle organizzazioni non governative e degli altri portatori di interessi che desiderano una maggiore responsabilizzazione delle imprese per il loro impatto sociale e ambientale. Il materiale informativo inerente alla sostenibilità potrebbe costituire quindi oggetto per alimentare gli strumenti di intelligenza artificiale impiegati dai vari attori del mercato. In particolare, le capacità computazionali valutative e predittive proprie degli strumenti IA potrebbero fungere da collettore per la produzione di informazioni non finanziarie utilizzabili per lo sviluppo di modelli di *business*, oltre che per le scelte di azione degli *stakeholder*. Anche se in forma embrionale, si possono individuare alcune prime significative sperimentazioni. L'agenzia di *rating* Moody's ha iniziato a sviluppare metriche di valutazione ESG nel *rating* del credito. Nel luglio 2021, Moody's ha presentato un primo strumento di predizione dei valori ESG sulla base delle metriche considerate che dovrebbe consentire, in particolare alle PMI, di valutare l'entità dei rischi relativi. Esempi analoghi possono venire anche dall'esperienza di S&P e di Fitch, per restare alle agenzie di *rating*, e da Bloomberg (è qui sufficiente il rinvio ai rispettivi siti specializzati in *rating* ESG). Senza considerare che si stanno sviluppando agenzie di *rating* ESG che valutano l'impatto ESG (dell'attività) delle banche (si veda l'esempio di Sustainalytics). Inoltre, è qui sufficiente ricordare che alcuni investitori tradizionali (come BlackRock) hanno creato indici per

utilizzo delle risorse di analisi<sup>37</sup>, sembra opportuno segnalare anche la necessaria attenzione all'introduzione nei criteri di valutazione algoritmici di *bias*, i quali ben potrebbero condizionare il giudizio in conseguenza di (presunti) valori (a favore del *long-termism*, o a sfavore dello *short-term*) considerati legati alla sostenibilità, in realtà non correlati al valore ESG del prestito, o, più in generale, del finanziamento.

Uno dei profili più noti in cui si proiettano valutazioni aprioristiche del valore della sostenibilità riguarda, infatti, l'orizzonte temporale (in cui si sviluppa il prestito). A ben guardare, esso risulta indipendente, o, almeno, si svolge su piani separati rispetto alla considerazione delle ricadute ESG dell'attività finanziata, essendo quella temporale solo la dimensione di svolgimento del contratto, ma che nulla, o poco dice sull'attività sottesa rispetto ai fattori ESG. Il riferimento all'orizzonte temporale quindi non è sufficiente a connotare il valore effettivo ESG dell'operazione considerata.<sup>38</sup>

L'attenzione della banca verso impieghi ESG compatibili necessita quindi di una preventiva e autonoma valutazione rispetto alla quale poi considerare il rilievo dei termini temporali che riguardano l'attività finanziata<sup>39</sup>.

---

consentire investimenti ESG. Per questi aspetti v. ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla FinTech alla CorpTech*, Bologna, 2021, p. 146 s.; su opportunità e limiti del *rating* di intelligenza artificiale per gli ESG v. HUGHES, URBAN, WÓJCIK, *Alternative ESG ratings: How technological innovation is reshaping sustainable investment*, in *Sustainability*, 13, 2021, 3551.

<sup>37</sup> È quindi necessario considerare che affinché anche le informazioni (non) finanziarie divengano oggetto di analisi automatizzata, fruibili da parte degli operatori di mercato, che gli strumenti di intelligenza artificiale siano strutturati in modo tale da permettere la lettura di questo tipo di informazioni; a riguardo v. ABRIANI, SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale, cit.*, p. 147.

<sup>38</sup> Se, ad esempio, si procedesse a finanziarie attività petrolifere estrattive, e si ponesse esclusiva attenzione per valutare le pratiche ESG rispetto a una prospettiva che assegna al *long-term* un apprezzamento positivo, indipendentemente dalla natura ESG dell'attività finanziata, si potrebbe giungere a risultati paradossali. A riguardo STELLA RICHTER jr, *Long-termism, cit., passim*, p. 33.

<sup>39</sup> Esistono, infatti, azioni che si esauriscono in un arco temporale breve e attività contenute nel tempo. Si può quindi limitare il riferimento allo *short-termism* alla descrizione della durata dell'attività e con ciò non implicare necessariamente un connotato negativo. Lo stesso può dirsi per attività che necessitano di periodi più lunghi per essere sviluppate. Al contempo, si possono considerare i termini *short*, o *long-termism* dal punto di vista negativo per descrivere un'attività, o una condotta che precludono il raggiungimento di risultati migliori sul più lungo periodo o che, sempre nel più lungo periodo, fanno sorgere conseguenze dannose e indesiderate. A riguardo v. STELLA RICHTER jr, *Long-termism, cit.*, p. 33 s.

Le valutazioni ESG possono quindi aiutare a consolidare le pratiche di *governance* riguardo al periodo di riferimento del credito bancario. Si dovrà quindi allineare questo aspetto con le peculiarità del governo societario bancario<sup>40</sup>: che è costituito da un insieme di regole per lo più obbligatorie che attingono solo in parte alle regole di *governance* di diritto comune e sono intrinsecamente orientate al rischio e basate su considerazioni esogene all'impresa, data la rischiosità delle esposizioni bancarie e le estese esternalità negative derivanti dalla gestione di ente creditizio<sup>41</sup>.

5. Sembra di poter meglio considerare il rilievo dei fattori ESG in riferimento alle banche accennando agli aspetti del rapporto tra attività e rischio che danno vita ai modelli più comuni di rischio.

Come premessa di questo esame è necessario considerare che la presenza di fattori ESG nell'attività bancaria comporta l'ampiamento dello spettro dei rischi con la conseguenza che si produce una tipologia di rischi a cui i rischi più comuni (il rischio di credito, di mercato e operativo) vengono poi riferiti. Si possono considerare quindi due categorie principali di rischi (finanziari) riconoscibili come conseguenze delle dinamiche ambientali: i rischi fisici e quelli relativi alla c.d.

---

<sup>40</sup> Sul rapporto tra *governance* e sostenibilità, in luogo di molti, v. BRUNER, *The Corporation as Technology. Re-Calibrating Corporate Governance for a Sustainable Future*, Oxford, 2022, *passim*, ove anche l'analisi del tema della *governance* in rapporto al tipo di attività esercitata (p. 151 ss, spec. p. 162 ss.); con differenti esiti v. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1, 2022, Suppl. 3, p. 83 ss., p. 89 s.

<sup>41</sup> A riguardo, con diversi esiti, si v. HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *European Business Organization Law Review*, 22, 2021, 13 ss., p.; CAPRIGLIONE, SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019, *passim*, p. 85 ss. Sugli aspetti della disciplina europea, si v. tra gli altri, BUSCH, FERRARINI, VAN SOLINGE (ed. by), *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019, *passim*; MÜLBERT, WILHELM, *CRD IV framework for banks' corporate governance*, in Bush, Ferrarini (ed. by), *European Banking Union*, 2<sup>nd</sup> ed, Oxford, 2020, 223 ss.; ENRIQUES, ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 16, 2015, p. 212 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 48 ss.; STELLA RICHTER jr, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Dir. merc. fin.*, 2016, p. 772 ss.; LENER, *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, in *Banca imp. soc.*, 2017, 3 ss., p. 5 s.; SUPINO, *Governance bancaria. Tra prevenzione dei rischi e profittabilità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, 4, suppl. 2, p. 56 ss.

transizione climatica<sup>42</sup>.

I rischi fisici si riferiscono al verificarsi di eventi climatici o altri eventi ambientali (come inondazioni o siccità) che comportano costi economici e perdite finanziarie. Possono essere eventi meteorologici estremi (rischi acuti) o cambiamenti gradualmente nei modelli climatici (rischi cronici), nonché consistere in altri tipi di degrado ambientale. I rischi di transizione derivano dall'azione politica volta a prevenire il verificarsi di tali eventi nel contesto di un adeguamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio<sup>43</sup>. Le questioni che possono nascere dalla c.d. transizione includono quindi rischi derivanti dal progresso tecnologico o dall'obsolescenza che ne deriva, nonché dai cambiamenti comportamentali legati al mutamento delle preferenze e delle richieste degli investitori e dei consumatori<sup>44</sup>. Senza contare la possibilità che si verifichino i c.d. rischi di responsabilità, che emergono da fattori ambientali (oltre che sociali), e sono relativi alle conseguenze finanziarie di azioni legali da parte di soggetti che hanno subito perdite o danni legati ai fattori ESG<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Per questi aspetti, v. Financial Stability Board (FSB), *Stocktake of Financial Authorities' Experience in Including Physical and Transition Climate Risks as Part of Their Financial Stability Monitoring*, luglio 2020, p. 2; NGFS, *Guide for Supervisors Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision*, maggio 2020, p. 10, pp. 12 s.

<sup>43</sup> Sul tema, in riferimento alla tematica bancaria, v. DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 377.

<sup>44</sup> Ad esempio, nella transizione verso un'economia *carbon neutral*, gli asset connessi all'utilizzo di forme di carbone, possono divenire, rapidamente, degli incagli (sia pure in senso lato) e destare particolare preoccupazione per i bilanci bancari. Il fenomeno si produce per la tendenza alla svalutazione delle attività ad alta intensità di carbonio dovuta al processo di rapida obsolescenza determinato dal passaggio di economia. Come altre forme di attività, una volta *incagliate*, incidono sulle banche poiché costituiscono esposizioni dirette verso settori ad alto rischio ambientale: come l'estrazione e, in parte, la commercializzazione mineraria, l'estrazione petrolifera e dei gas e (ancora) la loro commercializzazione (rispetto alla quale i rischi sono legati alla fragilità e alla pericolosità della circolazione di merci ad alto tasso di ricaduta ambientale una volta disperse nell'ecosistema), a cui si lega anche un rischio (del tutto finanziario) di effetto *carbon bubble*. A riguardo si v. DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 378. Sull'impatto delle attività in difficoltà, NIETO, *Banks and environmental sustainability: Some financial stability reflections*, IRCCF Working Paper, Agosto 2017, p. 1 ss., p. 8 ss. Per quanto riguarda l'analisi del volume di impatto delle esposizioni creditizie rispetto a settori ad alto rischio ambientale di diversi sistemi creditizi (U.S., U.E., Cina, Giappone, Svizzera) e il rilievo delle politiche prudenziali v. EAD., *Banks, climate risk and financial stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 27, 2019, p. 243 ss.

<sup>45</sup> V. FSB, *Proposal for a disclosure task force on climate-related risks*, novembre 2015, p. 1 s.; EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, giugno 2021, p. 39 s.

A quanto solo accennato va accostato il rischio di credito. Utilizzando come riferimento sempre il fattore ambientale, il fenomeno emerge quando la controparte proviene da un settore o da un'area geografica particolarmente vulnerabile al rischio fisico, così da aumentare le probabilità di insolvenza. Se invece si pone mente al rischio di mercato, si può considerare che si realizza con un brusco riprezzamento, ovvero uno *stranding* delle attività come conseguenza dell'avveramento di determinati eventi fisici o di cambiamenti delle politiche di transizione verso un'economia sostenibile. Infine, per completare il quadro dei rischi più ricorrenti, si può prendere in considerazione il rischio operativo, che si lega principalmente alle possibili pretese legali nei confronti di istituti di credito, il quale, oltre che ripercuotersi direttamente sul bilancio bancario come gli altri rischi, può causare ulteriori perdite reputazionali. Se invece il riferimento è ai rischi di responsabilità (o, in altri termini, ai rischi legali), si nota che si possono manifestare anche come rischi di credito quando vengono avviati procedimenti legali nei confronti delle controparti. Vale, infine, ricordare che nell'ambito dei rischi ESG possono rilevare sia il rischio derivante del modello di *business* adottato, sia il rischio di liquidità.

La Commissione Europea, proponendo una modificazione del CRR, sulla scorta di quanto considerato dall'Autorità Bancaria Europea, ha adottato una definizione prudenziale di rischio ESG che risulta piuttosto ampia, intendendolo come il rischio di perdite derivanti da qualsiasi impatto finanziario negativo sull'ente derivante dall'attuale o potenziali impatti dei fattori ESG sulle controparti dell'ente o sulle attività investite<sup>46</sup>. La definizione è rilevante probabilmente anche sul piano sostanziale, oltre che su quello prudenziale. Sebbene non sia possibile qui analizzare

---

<sup>46</sup> A riguardo si l'art. 1 (1), lett. 1), che introduce un nuovo punto (52 *quinquies*) nell'art. 4, par. 1, CRR, della Proposta del 27 ottobre 2021 di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 ottobre 2021 che modifica il regolamento (UE) 575/2013 per quanto riguarda i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'*output floor* (Proposta CRR), il quale recita «*the risk of losses arising from any negative financial impact on the institution stemming from the current or prospective impacts of [ESG] factors on the institution's counterparties or invested assets*». Si v. anche EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks*, cit., p. 33.

le implicazioni interpretative che si possono ricavare, l'impressione che suscita è che, se letta in controluce, possa contribuire a colmare quegli aspetti che rendono difficile ogni discorso sugli ESG<sup>47</sup>.

Proprio in ragione delle difficoltà di apprezzare la sostenibilità dal punto di vista sostanziale<sup>48</sup>, che spesso emergono sul piano del diritto comune, si fanno apprezzare sul piano bancario i progressi che l'EBA ha ottenuto verso una lettura più completa della sostenibilità, analizzando i rischi derivanti da fattori sociali e di *governance*, che sono più difficili da prevedere e non rientrano nelle categorie fisiche e di transizione<sup>49</sup>.

Anche i fattori sociali costituiscono un profilo che comporta di considerare autonomamente i rischi (sociali) connessi, al di là delle conseguenze sociali derivanti dai fenomeni ambientali (in particolare legate agli aspetti migratori e lavorativi). La mancata attuazione di regole o pratiche sociali – riferibili agli aspetti relativi ai diritti umani, alle diversità, all'antidiscriminazione, al diritto del lavoro – può comportare rischi legali e reputazionali per le controparti e, di conseguenza, incidere sulla banca finanziatrice (o, erogatrice) attraverso il rischio di credito e quindi anche sul rischio reputazionale.

La stessa autonoma rilevanza possiede il fattore *governance* in quanto vi sono rischi derivanti da pratiche di governo societario inadeguate da parte delle controparti imprenditoriali, che possono riguardare, ad esempio, un'insufficiente attuazione dei codici di condotta, o la mancanza di pratiche virtuose in materia di antiriciclaggio, e indipendentemente dalle violazioni di norme di legge che

---

<sup>47</sup> Per gli aspetti critici, per tutti, v. STELLA RICHER jr, *Long-termism*, cit., p. 32 s., il quale evidenzia la differenza tra «tenere in giusto rilievo [i] fattori nella valutazione del rapporto tra rischio e rendimento di un investimento» e «semplicisticamente pensare che la ricerca della massima sostenibilità sociale, ambientale e di *governance* (...) finisca per assicurare rendimenti migliori, a prescindere da come si contemperino tali finalità con la redditività della impresa (e quindi dell'investimento relativo)».

<sup>48</sup> Utili considerazioni possono trarsi tanto dagli aspetti di bilancio, tanto dai profili *going concern* legati alla sostenibilità; a riguardo si v. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Rivista ODC*, 2022, p. 497 ss.; e, rispettivamente, RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 53 ss.

<sup>49</sup> Si v. EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks*, cit., pp. 39–45.

sposterebbero su un altro piano il tema. Le conseguenze avrebbero ricadute tanto finanziarie, quanto non finanziarie e comporterebbero un avveramento del rischio di credito per le banche. Inoltre, la *governance* è fondamentale per garantire che le controparti integrino effettivamente le preoccupazioni ambientali, sociali e di *governance*, ma tale rilevanza, che risulta evidente sul piano generale e su quello teorico, comporta di verificare sul piano dell'impresa (bancaria) la reale rispondenza in termini strutturali e funzionali e, quindi, di adozione di provvedimenti adeguati a provvedere l'organizzazione dell'impresa di procedure volte a garantire le ricadute sulla gestione dei rischi ESG. Il limite che si evidenzia è quello legato all'operatività bancaria e all'effettività del controllo che la banca può esercitare sulle controparti<sup>50</sup>.

Gli effetti ESG riferibili alle singole banche rispetto all'attività esercitata comportano anche l'analisi delle modalità con cui i medesimi effetti si trasferiscono all'intero settore bancario e, quindi, al sistema finanziario<sup>51</sup> e di come le risposte ai rischi evidenziati possano impattare su di esso. È però necessario considerare queste conseguenze su diversi piani. Da una parte i processi di adeguamento alla materializzazione dei rischi fisici o ai cambiamenti di transizione inaspettati possono risultare in conflitto con la stabilità finanziaria<sup>52</sup> e quindi descrivere fenomeni che si proiettano sul sistema, ovvero al suo interno; dall'altro, lo stesso sistema finanziario può amplificare alcuni degli effetti considerati, attraverso comportamenti dei partecipanti al mercato (e quindi la riduzione del credito bancario o delle prestazioni assicurative), per cui il sistema finanziario partecipa dell'instabilità e ne diviene una concausa, e non solo il luogo dove il rischio si produce<sup>53</sup> e si avvera. Anche per il caso bancario, quindi, i fattori ESG possono avere una rilevanza

---

<sup>50</sup> Su questi aspetti, limitatamente agli aspetti legati al clima v. LIGHT, SKINNER, *Bank and Climate Governance*, in *Columbia Law Review*, 121, 2021, p. 1895 ss., *passim*.

<sup>51</sup> Sugli aspetti di *network* dell'attività bancaria, e più in generale, di quella finanziaria e sul modo in cui si producono effetti sistemici, v. ENRIQUES, ROMANO, WETZER, *Network-Sensitive Financial Regulation*, in *The Journal of Corporation Law*, 45 2020, p. 351 ss.

<sup>52</sup> Come, per esempio, nel caso di un rapido aggiustamento dei prezzi delle attività attuato per rispondere ai fenomeni appena descritti; a riguardo v. GRIPPA, SCHMITTMANN, SUNTHEIM, *Climate change and financial risk*, in *Finance and Development*, Dicembre 2019, p. 26 ss., p. 27 s.

<sup>53</sup> Sul tema si v. l'analisi del FSB, *The implications of climate change for financial stability*, Novembre 2020, p. 1 ss., pp. 17–25.

sistemica e risultare una minaccia alla stabilità finanziaria ed essere quindi identificati come potenziali rischi sistemici<sup>54</sup>.

6. Quanto appena accennato sposta la considerazione dei fattori ESG sul piano dell'attività bancaria, sia rispetto alla selezione del *business model*, sia rispetto alla formazione dei rischi. La conseguenza si manifesta, oltre che nell'analisi del fenomeno, sulle considerazioni che si possono svolgere rispetto alla sua regolazione.

I rischi ESG segnalati in sintesi coinvolgono le banche, sia a livello individuale, sia sistemico. Gli esiti che si possono prevedere consentono di sostenere la necessità di interventi, in senso lato, regolatori che dovranno essere approntati e la parallela assegnazione alle autorità di vigilanza di compiti specifici che tuttavia sembrano potersi prevedere come riconducibili allo schema della supervisione fin qui adottata in Europa la cui giustificazione sembra di potersi rintracciare nella necessità di garantire la stabilità del sistema finanziario<sup>55</sup> come già accade in risposta ai rischi sistemici derivanti da altri aspetti dell'attività o da altre esternalità<sup>56</sup>.

Se si auspica una maggiore presenza delle banche nel finanziamento e negli investimenti ESG in virtù delle caratteristiche e delle condizioni del mercato

---

<sup>54</sup> Argomenti in tal senso si possono trarre da NGFS, *The Macroeconomic and Financial Stability Impacts of Climate Change*, giugno 2020; nonché da ECB, *Climate Change and Financial Stability*, maggio 2019; ed ESRB, *Positively Green: Measuring Climate Change Risks to Financial Stability*, giugno 2020. Negli Stati Uniti l'American Commodities Futures Trading Commission (CFTC) ha anche affermato che il cambiamento climatico potrebbe comportare rischi sistemici per il sistema finanziario statunitense; CFTC, *Managing Climate Risk in the US Financial System*, settembre 2020, p. ii s.

<sup>55</sup> Il NGFS, *First Progress Report*, ottobre 2018, p. 3, e p. 12, assegna alle autorità di vigilanza questo ruolo come conseguenza della necessità di garantire la resilienza del sistema; in termini analoghi anche DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., 382.

<sup>56</sup> A riguardo, si possono verificare delle analogie tra crisi ambientali e crisi bancarie nella portata sistemica. Argomenti in tal senso sembra di poter ricavare da COFFEE jr, *The Future of Disclosure*, cit., p. 615 s. Altrettanto, e sotto altro punto di vista, può dirsi dei rischi climatici, del rischio di stabilità finanziaria, del rischio di stabilità sociale: sono tutti caratterizzati da rilevanza sistemica. Si v. GORDON, *Systemic Stewardship*, p. 648 ss., e rispettivamente p. 652 ss., p. 654 e p. 655. L'analogia consente di poter osservare che nel momento in cui si avvera un rischio sistemico non si produce solo una crisi nell'ambito che lo individua, ma si propaga agli altri sistemi.



orientato verso i prodotti ESG, si dovrà allora riflettere sull'idea che si possa anche rendere necessaria una regolazione che limiti i fenomeni opportunistici e, ovvero di *greenwashing*, oltre che gli spazi che la regolazione potrebbe concedere a fenomeni di arbitraggio. Al contempo, si pone anche il problema di fornire condizioni e incentivi per favorire il flusso di capitali verso un'economia più sostenibile. Ma se anche questo approccio appare opportuno, al di là dei fenomeni di arbitraggi regolamentari accennati, alcuni ostacoli potrebbero venire dalla situazione reale che dovrebbe accogliere i finanziamenti.

È necessario in questo settore superare le asimmetrie informative che inevitabilmente si formano tra impresa finanziata e banca, e quindi ridurre i margini di incertezza sulle valutazioni del rischio da parte delle banche. Si rende quindi necessaria la produzione di *standard* comuni<sup>57</sup> che possano consentire tanto la misurazione del rischio, e del beneficio da attività ESG, quanto la comparazione tra possibili finanziati. La formulazione di *standard* potrebbe coinvolgere positivamente anche le società finanziate che avrebbero dei modelli a cui parametrare i propri risultati, oltre che i propri comportamenti, che ridurrebbero i costi di *compliance*, se non quelli di transazione, per aderire a *standard* imposti dalle banche. Il punto merita anche una riflessione sulla taratura degli *standard*: troppo al ribasso vorrebbe dire riservare a banche meno attive sul lato del controllo una clientela meno adeguata a prestiti ESG. Ma i problemi a riguardo potrebbero non finire qui. *Standard* troppo esigenti potrebbero, infatti, scoraggiare il richiedente dall'accostarsi al prestito ESG.

Quanto osservato consente di considerare che sebbene risulti evidente la necessità di una regolazione sostenibile, ovvero che traduca in regole la formula ESG, esistono tuttavia molti ostacoli all'attuazione di un simile programma: tra questi si possono considerare, almeno, la disponibilità dei dati, la formulazione di

---

<sup>57</sup> A riguardo v. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, cit., p. 354 s., p. 357; OECD, *Sustainable and Resilient Finance. Business and Finance Outlook 2020*. Chap. 5, *Promoting responsible lending in the banking sector: The next frontier for sustainable finance*, 29 settembre 2020, p. 119 ss. (sul sito [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org)).

metodologie adeguate, le difficoltà nella mappatura dei canali di trasmissione, i disallineamenti dell'orizzonte temporale e la mancanza di una tassonomia chiara e ampiamente accettata per quanto riguarda i c.d. *green asset* e *brown asset*<sup>58</sup>: che rappresentano l'oscillazione di sensibilità delle attività dal punto di vista ambientale in cui si impegna l'ente creditizio e che possono risultare rilevanti tanto da un punto di vista del rischio affrontato dalla banca, quanto della valutazione della vigilanza.

In Europa, mentre la sostenibilità è diventata un tema rilevante per la normazione da alcuni anni arrivando a un livello di programmazione molto avanzato<sup>59</sup>, la regolazione specificamente dedicata alle banche in materia di sostenibilità presenta delle peculiarità dovute al legame con gli aspetti prudenziali che si muovono su un piano proprio differente dagli aspetti comuni della regolazione dell'informazione finanziaria e non. L'attenzione è rivolta agli ESG quindi come rischi da interiorizzare e gestire. Alla base si può riconoscere una forte connotazione delle politiche connesse alle scelte di regolazione che considerano l'idea che si debba poter permettere alle banche di assumere e svolgere un ruolo nella finanza sostenibile e che ciò possa avvenire solo attraverso la regolazione del loro intervento coinvolgendo anche aspetti che riguardano le competenze della gestione bancaria e la vigilanza.

Il pacchetto di riforme della CRD (c.d. CRD V) e CRR (c.d. CRR II) del 2019<sup>60</sup> ha

---

<sup>58</sup> Per una terminologia diffusa e adottata anche dal Comitato di Basilea v. BCBS, *Climate-related financial risks: A survey on current initiatives*, aprile 2020, p. 1 ss., p. 3 s.; e DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 382.

<sup>59</sup> Per un quadro sistematico de programmi regolatori della Commissione europea si rinvia sempre a v. BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile*, cit., *passim*, e per alcune considerazioni vicine al tema v. *supra* par. 3.

<sup>60</sup> Si v., rispettivamente, la Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale; e il Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012. Per un'analisi sistematica di queste riforme v. BROZZETTI, *Legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2021, *passim*, spec. 29 ss.

inserito specificamente gli ESG nel quadro che disciplina gli enti creditizi. La base per questo processo sono state le analisi dell'ABE. La sostenibilità ha quindi, al contempo, assunto forma come questione di interesse prudenziale e come oggetto di regolazione prudenziale.

Il mandato in origine attribuito all'ABE ha consentito che l'autorità si sia focalizza su diversi aspetti e i risultati riguardino ora tutti e tre i gruppi disciplinari previsti dalle regole di Basilea (i c.d. Pillar). Attualmente, quindi, la regolazione bancaria in materia di ESG richiede sia un'informativa sui rischi ESG, sia che le autorità di vigilanza bancaria li specifichino nell'ambito delle norme tecniche previste nell'ambito del terzo pilastro (art. 449 *bis* CRR). Il secondo pilastro di Basilea comporta che la valutazione dei rischi ESG sia inclusa nel processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, il c.d. SREP), con un'analisi dei meccanismi che le banche devono mettere in atto per gestire tali rischi, che toccano quindi la *governance* e la gestione interna (art. 98, par. 8, CRD). Infine, si prevede un'indagine sull'eventuale necessità di un trattamento dedicato ai requisiti patrimoniali di primo pilastro (art. 501 *ter* CRR). L'ABE ha annunciato un approccio graduale all'implementazione regolatoria di temi<sup>61</sup>, tuttavia, nonostante vi siano stati sviluppi significativi a riguardo, la materia è ancora in una fase iniziale<sup>62</sup>.

Più di recente, nell'ottobre 2021, la Commissione Europea compie un ulteriore passo in avanti proponendo nuove modifiche alle disposizioni considerate e ad altre ancora previste sia dalla CRD che dal CRR<sup>63</sup>.

7. La *disclosure* della sostenibilità nel settore finanziario presenta sempre difficoltà dovute ai problemi di attuazione e di *enforcement*, e al pericolo che si

---

<sup>61</sup> Si v. EBA, *Action Plan on sustainable finance*, Dicembre 2019, p. 6 s.

<sup>62</sup> Per questi aspetti v. l'analisi di SMOLEŃSKA, VAN 'T KLOOSTER, *A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks*, in *Journal of Financial Regulation*, 8, 2022, p. 51 ss.

<sup>63</sup> A riguardo v. le già citate Proposte CRR e CRD.

possano generare fenomeni decettivi e celare attività di *greenwashing*.

A livello internazionale, per superare questi ostacoli, le raccomandazioni elaborate dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), costituita in seno al *Financial Stability Board*<sup>64</sup> (FSB), sono diventate lo *standard* che è stato seguito dal *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* (NGFS)<sup>65</sup> e dall'Unione Europea<sup>66</sup>.

L'origine delle norme di *soft law* appena considerate tra le iniziative di sostenibilità nel settore finanziario del FSB evidenzia anche preoccupazioni legate alla stabilità finanziaria connesse ai temi ESG e sembrano indirizzare l'interprete tanto verso la giustificazione sistemica della regolazione dei rischi ESG, tanto verso la definizione del principio di stabilità come prevalente, se non assorbente rispetto a quello di sostenibilità.

Sebbene la trasparenza possa contribuire a (e, in certa misura, risolvere) l'obiettivo di promuovere la c.d. disciplina di mercato (*market discipline*)<sup>67</sup>, in questa particolare area della regolazione l'informativa mira anche a fornire a tutti gli attori del mercato, comprese le autorità di vigilanza, una migliore comprensione dell'esposizione attuale (più che aggiornata) al rischio ambientale. La possibilità di fornire informazioni al mercato adeguate sui temi ESG, che fanno parte delle proposte e della regolazione in materia di sostenibilità, in materia dipende dal miglioramento dei dati disponibili (quanto ad accuratezza e quantità), alla cui raccolta stanno contribuendo in vario modo le istituzioni finanziarie europee<sup>68</sup>.

Se il programma è quindi quello di dare corso a una

---

<sup>64</sup> TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, giugno 2017.

<sup>65</sup> Su origini e scopo del network NGFS v. il sito <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>.

<sup>66</sup> Più in generale, sugli sforzi delle banche centrali sul rischio climatico v. RAMOS MUÑOZ, CABRALES, SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change. Fit, Opportunity and Suitability in the Law and Beyond*, EBI Working Paper Series 2022 – no. 119, 10 marzo 2022.

<sup>67</sup> Sul tema v. FLANNERY, BLISS, *Market Discipline in Regulation: Pre and Post Crisis*, in Berger, Molyneux, Wilson (ed. by), *The Oxford Handbook of Banking*, 3<sup>a</sup> ed., Oxford, 2019, p. 736 ss.; e già VELLA, *Il corporate governance nelle banche tra regole di vigilanza e disciplina di mercato*, in *Banca impresa società*, 1998, p. 73 ss.,

<sup>68</sup> A riguardo si v. ECB, *2022 climate risk stress test*, 2022, *passim*, p. 3 ss.

finanza sostenibile<sup>69</sup>, il percorso considerato prevede quindi un regime di trasparenza ampio e completo al cui centro vi è il Regolamento sulla c.d. tassonomia<sup>70</sup>, il quale si pone come obiettivo quello di discriminare, e quindi definire e classificare ciò che è sostenibile rispetto a ciò che non lo sia. Stabilendo i criteri per determinare se un'attività economica si qualifica come sostenibile dal punto di vista ambientale, l'obiettivo che il legislatore europeo si pone è quello di stabilire un linguaggio comune utilizzato da istituzioni finanziarie, investitori e legislatori che possa permettere non solo la comunicazione tra di essi, ma diminuire o ridurre eventuali arbitraggi regolamentari e stabilire un quadro di riferimento il più possibile certo.

Per esemplificare, il sistema definitorio della tassonomia è applicabile alle informative sulla sostenibilità contenute nella regolazione del settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR)<sup>71</sup>, che stabilisce un'ampia serie di obblighi di trasparenza. Questi si applicano alle banche come partecipanti ai mercati finanziari in quanto fornitrici di servizi di gestione dei portafogli, di consulenze finanziarie, ovvero in materia di investimenti<sup>72</sup>.

Inoltre, tutte le banche sono soggette alla Direttiva sull'informativa di natura non finanziaria (*Non-Financial Reporting Directive*, NFRD) e adottata dal 2014 nell'ambito dell'azione dell'UE sulla responsabilità sociale d'impresa<sup>73</sup>. Dal 2019 esiste, inoltre, un insieme di linee guida sulla rendicontazione delle informazioni

---

<sup>69</sup> Per tutti v. BROZZETTI, *op. ult. cit., passim*.

<sup>70</sup> A riguardo si v. il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *Taxonomy Regulation*). A proposito della tassonomia, per indicazioni v. *sub. nt. ...#*. Per tutti v. BROZZETTI, *op. cit.*

<sup>71</sup> Si v. il già citato Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. SFDR), e le sue successive modificazioni (a riguardo v. *supra nt. ...#*).

<sup>72</sup> A riguardo v. art. 2(1)(j) e art. 2(11)(c) SFDR.

<sup>73</sup> A riguardo v. Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni (c.d. NFRD). La Commissione europea si è impegnata a rivedere la NFRD nell'ambito dell'azione sul *Green Deal* europeo: è attualmente in discussione una proposta, la c.d. *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che modifica i requisiti di rendicontazione della NFRD.

relative al clima<sup>74</sup> che per le banche tengono conto delle raccomandazioni TCFD<sup>75</sup>.

Più da vicino, si possono anche identificare le principali basi giuridiche per le informative ESG specifiche per le banche nell'articolo 449 *bis* CRR e nell'art. 8 del Regolamento sulla tassonomia.

Derivando direttamente dal quadro prudenziale, l'art. 449 *bis* CRR impone a determinati enti di comunicare al pubblico informazioni sui rischi ESG, compresi i rischi fisici e di transizione. La data di partenza per l'adempimento dell'obbligo è quella del giugno 2022. A riguardo, l'ABE deve garantire che l'informativa comprenda informazioni complete e comparabili sul profilo di rischio delle banche; attualmente, per quanto costa, è in corso anche una consultazione pubblica, il cui risultato sarà integrato nel quadro del terzo pilastro, che prevede la regolazione degli aspetti sottoposti a *disclosure*<sup>76</sup>. In un settore in cui l'esperienza sugli aspetti rilevanti da sottoporre a pubblicità coincidono con quelli necessari a maturare l'esperienza necessaria per la regolazione, quanto si riuscirà a ricavare dai primi risultati sarà rilevante per l'assetto regolatorio futuro<sup>77</sup>.

Anche se i lavori in materia sono ancora in corso, la Commissione europea ha già proposto un emendamento all'art. 449 *bis*, con due modifiche significative<sup>78</sup>: in primo luogo, mentre la revisione del CRR (c.d. CRR II) ha imposto tale obbligo di informativa ai grandi istituti con emissioni quotate in borsa, la Proposta di modifica del CRR ne amplia il campo di applicazione a tutte le istituzioni bancarie; in secondo luogo, se originariamente ci si aspettava che le grandi istituzioni pubblicassero i propri dati di riferimento con cadenza annuale (per la prima informativa) e,

---

<sup>74</sup> A riguardo si v. Commissione europea, *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information*, 2019, che integrano gli orientamenti generali sulla rendicontazione non finanziaria, si v. Commissione europea, *Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)*, 2017.

<sup>75</sup> Previsto nell'allegato dedicato per le banche del SFDR.

<sup>76</sup> EBA, *Draft Implementing Standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, Marzo 2021.

<sup>77</sup> A riguardo si v. DE SÁ, *ESG and Banks*, cit., p. 384; ALEXANDER, FISHER, *Banking Regulation and Sustainability*, in Beekhoven van den Boezem, Jansen, Schuijling, *Sustainability and Financial Markets*, Deventer, 2019, p. 7 ss., p. 16 s.

<sup>78</sup> Si v. l'art. 1 (189), Proposta CRR.

successivamente, con cadenza biennale, dall'entrata in vigore della modifica al Regolamento 575/2013 si potrà distinguere le imprese bancarie già considerate dalle istituzioni piccole e non complesse (o con le altre assimilabili sul piano delle esposizioni ai rischi ESG), le quali saranno tenute a pubblicare i propri dati rispettivamente annualmente e semestralmente. Inoltre, la proposta richiede a tutti gli enti di segnalare alle rispettive autorità competenti le proprie esposizioni sui rischi ESG<sup>79</sup>. Tali obblighi di informativa saranno particolarmente onerosi per i piccoli enti e dovrà essere garantito il rispetto del principio di proporzionalità.

La ragione sottesa all'ampliamento degli obblighi alle imprese di dimensioni non significative include diversi aspetti che derivano dalle caratteristiche dei rischi ESG: nel contesto sistemico gli enti più grandi non sono soli nell'esposizione ai rischi ESG, questi rischi non sono necessariamente proporzionali alle dimensioni e alla complessità di un ente, sono infatti dipendenti, direttamente o meno, da fattori esogeni (come, ad esempio, l'esposizione geografica<sup>80</sup>) in ragione dell'interrelazione dei mercati, che non avviene solo su base locale, ovvero regionale. La propagazione dei rischi ESG potrebbe quindi avere rilevanza sistemica. L'apprezzabilità di tale piano avviene sulla base di criteri diversi da quelli che determinano la significatività bancaria, che potrebbero essere valutati in base ai modelli di trasmissione del rischio sviluppati dalle analisi di *network*<sup>81</sup>.

Alla domanda su quali siano i rischi ESG da segnalare, la Proposta fornisce definizioni uniformi di rischi ambientali, sociali e di *governance*<sup>82</sup>, che si possono identificare essenzialmente nel rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti agli impatti (presenti attuali o prospettici) dei fattori ESG

---

<sup>79</sup> Si v. l'art. 1 (176), Proposta CRR, che dovrebbe aggiungere il punto (h) all'art. 430 (1) CRR; e sui termini degli obblighi di segnalazione v. artt. 433 *bis* - 433 *quater* CRR, introdotti dal Regolamento (UE) 2019/876, c.d. CRR II.

<sup>80</sup> A riguardo v. il Considerando 40, Proposta CRR.

<sup>81</sup> Per alcune considerazioni sull'analisi della sensibilità delle trasmissioni di rete v. ROMANO, ENRIQUES; WETZER, *Network-Sensitive Financial Regulation*, cit., p. 361 ss., sia pure con riferimento alle banche significative (p. 366 ss.), ove anche un'analisi del diverso atteggiamento delle regole atomistiche rispetto a quelle di rete (p. 389).

<sup>82</sup> Si v. l'art. 1 (1) (l), Proposta CRR, che dovrebbe introdurre i punti (da 52 *quinquies* a 52 *decies*) all'art. 4 (1) CRR che definiscono nel complesso e precipuamente i rischi ESG.

rilevanti sulle controparti o sulle attività investite dell'ente<sup>83</sup>. Al contempo, quindi, tanto l'indicazione temporale della proiezione del rischio (presente o futura), tanto l'indicazione della ricaduta dei fattori ESG (sulle controparti e sulle attività investite) delineano sia una più chiara comprensione del termine di riferimento – riducendo il rilievo della differenza tra *short-term* e *long-term* all'identificazione del momento della produzione della perdita –, sia identificando la banca come impresa, in quanto rispetto a essa si considera la perdita determinata dai fattori ESG nell'esercizio della sua attività, tanto di banca commerciale (attraverso l'identificazione della perdita determinata dalla controparte), tanto di banca d'investimento (con l'indicazione del riflesso della perdita sulle attività investite). Questo aspetto definitorio è certamente utile per future e più ampie riflessioni sul problema dell'identificazione dei fattori ESG; nei limiti dell'economia di quest'analisi, si può considerare, come già accennato, all'idea che lo spostamento di significato dalla funzione definitoria del fattore, a quella identificativa del tipo di rischio pone un ulteriore tassello nella ricostruzione del fenomeno dal punto di vista giuridico e, quindi, di aspetti regolatori che interessano tanto la gestione dei rischi, quanto la loro supervisione.

8. Ritornando agli altri aspetti in esame, si era segnalata la funzione dell'art. 8 del Regolamento sulla tassonomia che richiede a tutte le entità soggette alla NFRD di includere informazioni su come e in che misura le proprie attività economiche siano associate ad attività economiche qualificabili come sostenibili dal punto di vista ambientale.

Il contenuto delle informazioni è dettagliato in un regolamento delegato della Commissione del luglio 2021<sup>84</sup> che prevede degli indicatori di *performance*

---

<sup>83</sup> A riguardo si v. art. l'art. 1 (1) (l), Proposta CRR, che introdurrebbe il punto 52 *quinquies*, art. 4 (1) CRR. I successivi punti specificano le definizioni dei rischi ESG, compresi il rischio fisico e il rischio di transizione compresi nel rischio ambientale.

<sup>84</sup> Che viene adottato il 7 luglio 2021, si tratta del Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 *bis* o all'articolo 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo



(*key performance indicators*, KPI), che dovrebbero dare trasparenza alla proporzione di attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale rispetto al complesso delle attività commerciali, di investimento e di prestito<sup>85</sup>, e tra questi, specialmente indirizzato agli enti creditizi, si può indicare il *Green Asset Ratio* (GAR, una sorta di coefficiente per le attività verdi), che già di recente era stato proposto dall'ABE per risolvere i problemi di computazione dei fattori di sostenibilità<sup>86</sup>.

Il *Green Asset Ratio* (GAR) indica, infatti, la proporzione degli attivi di una banca investiti in attività economiche sostenibili rispetto al totale delle attività di bilancio rilevanti. È espresso in termini aggregati, il c.d. *total* GAR, e scomposto in modo da considerare l'obiettivo ambientale, la tipologia di controparte e il sottoinsieme di attività transitorie e abilitanti. Lo scopo del GAR è quello di rendere

---

informativo (la relativa Proposta è del 6 luglio 2021, C/2021/4987 final). Le regole per gli enti creditizi sono previste nell'art. 4 e negli allegati V e XI del Regolamento Delegato (UE) 2021/2178.

<sup>85</sup> È bene far presente che la norma ha una diversa estensione rispetto agli obblighi previsti dal CRR (attuale, o prossimo) e riguarda solo talune grandi imprese di grandi dimensioni (l'art. 8, par.1, Regolamento Tassonomia). Queste ultime sono tenute a pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi della NFRD: l'obbligo ha a oggetto informazioni sull'associazione tra le attività delle imprese e quelle economicamente ecosostenibili, per come definite dal regolamento sulla tassonomia. La revisione della NFRD da parte della direttiva riguardante la comunicazione societaria sulla sostenibilità dovrebbe aumentare il tipo (e quindi il numero) di imprese soggette all'art. 8 Regolamento Tassonomia (includere PMI quotate). Il successivo par. 2, dell'art. 8, Regolamento Tassonomia specifica poi gli indicatori fondamentali di prestazione, i KPI (*key performance indicators*) considerati nel testo, relativi al fatturato, alle spese in conto capitale (c.d. CapEx, *capital expenditure*), e alle spese operative (c.d. OpEx, *operating expenditure*), che le imprese non finanziarie devono comunicare. Tuttavia, non vengono individuati indicatori equivalenti per le imprese finanziarie (tra cui banche di grandi dimensioni, gestori di attività finanziarie, imprese di investimento, imprese di assicurazione e di riassicurazione). Questi aspetti vengono disciplinati dal Regolamento Delegato (UE) 2021/2178 la cui gestazione è dovuta alla necessità di un atto delegato rivolto a fornire certezza giuridica e un'applicazione coerente degli obblighi di informativa previsti dall'art. 8 Regolamento Tassonomia. A tal riguardo la Commissione (15 settembre 2020) richiede l'ausilio delle autorità di vigilanza europee per specificare il contenuto, la metodologia e la presentazione degli indicatori fondamentali di prestazione che i gestori di attivi e le imprese non finanziarie sono tenuti a divulgare ai sensi della NFRD. A riguardo si v. ESMA, *Final Report Advice on Article 8 of the Taxonomy Regulation*, ESMA30-379-471, 26 February 2021; EIOPA, *Insurers' Sustainability Reporting: Eiopa's Technical Advice on Key Performance Indicators under article 8 of the Taxonomy Regulation*, EIOPA-21-184, 26 February 2021; EBA, *Report Advice to the Commission on KPIs and Methodology for Disclosure by Credit Institutions and Investment Firms under the NFRD on how and to what extent their Activities Qualify as Environmentally Sustainable According to the EU Taxonomy Regulation*, EBA/Rep/2021/03. Per l'inquadramento sistematico di questi aspetti BROZZETTI, *op. cit.*, p. 216 s., testo e nt. 59.

<sup>86</sup> Si v. EBA, *Opinion on the disclosure requirement on environmentally sustainable activities in accordance with Article 8 of the Taxonomy Regulation*, febbraio 2021. Per l'inquadramento di questi aspetti all'interno del più vasto movimento riformatore della Commissione v. BROZZETTI, *op. cit.*, p. 216 s.

conoscibili l'esposizione degli enti creditizi, attraverso le loro principali attività di prestito e investimento<sup>87</sup>, a diverse attività economiche classificate dal regolamento sulla tassonomia, mostrando la misura in cui il loro finanziamento è (o non è) allineato in modo sostenibile.

Si possono forse prevedere alcune conseguenze applicative derivanti dall'utilizzo del GAR. La sua introduzione dovrebbe, infatti, consentire alle parti interessate (*stakeholder*) di valutare il portafoglio di una banca da una prospettiva ESG, in particolare in termini di esposizione al rischio ambientale. In controparte, quindi, dovrebbe dimostrare come gli enti sono, o meno, impegnati nella sostenibilità e come contribuiscono allo sviluppo dei settori verdi attraverso le loro opzioni di prestito. Inoltre, il calcolo del GAR è subordinato all'istruttoria dell'allineamento tassonomico delle attività degli enti finanziati. Sarà richiesta quindi una *due diligence* che toccherà entrambe le parti contrattuali poiché le banche dovranno valutare i propri prestiti e, al contempo, le loro controparti dovranno esaminare tutte le loro attività in modo da qualificarle correttamente.

Il passaggio più rilevante dal punto di vista culturale e del cambiamento di approccio consiste nel fatto che sarà la prima volta che metriche che riguarderanno fattori ESG saranno obbligatoriamente rese pubbliche<sup>88</sup>: il che permetterà una valutazione di mercato (per certi aspetti reputazionale) dei comportamenti, se non delle singole operazioni bancarie. L'iniziativa appare se non ambiziosa, certamente innovativa; vale quindi porsi il problema se possa contenere in *nuce* fenomeni generali deflativi o che possano causare dei decrementi delle crescite di bilancio, considerato che la proposta si basa sulla rivelazione di dati che appartengono sia al settore finanziario, sia a quello non finanziario, acquisiti e diffusi per il tramite (del veicolo dell'intermediazione) degli istituti di credito, che possono orientare le scelte. La sua efficacia dipenderà sul piano operativo dall'adeguatezza della

---

<sup>87</sup> Ci saranno anche KPI per le esposizioni fuori bilancio e per le commissioni per servizi diversi dal prestito.

<sup>88</sup> Ne dà notizia JONES, *Banks in EU to publish world's first 'green' yardstick from next year*, 1 marzo 2021, Reuters, (sul sito [www.reuters.com](http://www.reuters.com)).

metodologia imposta, nonché dall'accuratezza dei dati forniti, mentre la sua effettività dal mutamento della cultura di riservatezza delle banche e della propria clientela, oltre che da una diffusa, capillare e coerente applicazione a livello non solo europeo, ma internazionale.

9. Da quanto fin qui considerato, si possono ricavare diversi argomenti che giustificano il processo regolatorio in atto.

Si può quindi identificare un legame tra sostenibilità e attività economica che corre in entrambi i sensi: la *sostenibilità* indica ciò che le imprese (bancarie) possono fare per essa, al contempo impatta su di esse nel caso si avverino i rischi connessi all'attività (il c.d. *business case for sustainability*<sup>89</sup>).

L'interdipendenza reciproca dei fattori, intrinseca alla sostenibilità, risulta evidente per il settore bancario il quale riveste un ruolo cruciale nel finanziamento e, sia pure in termini evocativi, di guida dell'economia<sup>90</sup> attraverso l'esercizio di un potere di controllo connesso con l'attività.

In tale contesto, si può osservare che gli ESG impattano sulle banche in maniera differente: *i*) incidono sullo scopo, l'oggetto, le informazioni che forniscono le banche, i rischi che gestiscono e la loro regolazione prudenziale. Inoltre, *ii*), influenzano i tratti tipici dell'attività bancaria: tanto l'esercizio del credito, attraverso il quale risultano determinanti in ragione della pressione che possono imprimere sui soggetti finanziati, fino al punto da innescare cambiamenti a cascata nei comportamenti dei soggetti e delle imprese finanziate; quanto la raccolta del risparmio, organizzandola in funzione dell'impiego sostenibile, ovvero della conformità ai fattori ESG. Le banche, quindi, in ragione dell'attività esercitata possono influenzare la clientela e incidere sul settore non finanziario.

---

<sup>89</sup> Si v. SJÅFJELL, BRUNER, *Corporations and Sustainability*, in Sjøfjell, Bruner (a cura di), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge, 2020, p. 3 e p. 6.

<sup>90</sup> A riguardo si v. LIGHT, SKINNER, *Bank and Climate Governance*, cit., p. 1900, testo e nt. 16, ove riferimenti; oltre i significativi dati riportati *sub* nt. 4#.

Tuttavia, il fatto che le banche risultino particolarmente esposte ai rischi ESG delle loro controparti<sup>91</sup> non è tanto una conseguenza del rilievo ESG della loro attività, quanto, piuttosto, è vero il contrario: è la loro attività che le espone dal punto di vista della sensibilità al rischio a quelli ESG delle loro controparti.

Accanto alle convinzioni espresse dal legislatore europeo sul coinvolgimento delle banche nell'attuazione delle politiche di sostenibilità che il settore pubblico non sarebbe altrimenti in grado di affrontare da solo<sup>92</sup>, si può osservare che ove si riconoscesse una funzione di regolazione e vigilanza degli aspetti della sostenibilità<sup>93</sup> alle banche come forma di *governance* di origine privata<sup>94</sup>, sarebbe comunque necessario disciplinare le conseguenze dei rischi di una situazione che scarica su attori privati una funzione pubblica: indipendentemente quindi dal riconoscimento istituzionale di tale funzione, sarà necessario considerare le implicazioni sul piano della stabilità finanziaria dei rischi ESG e dalla loro ricaduta sistemica<sup>95</sup>.

Al contempo, in senso opposto, l'idea di prevedere per le imprese bancarie specifiche norme in materia di sostenibilità ed ESG, che ne assumano il contributo e determinino comportamenti volti a mantenere la stabilità finanziaria in funzione dei

---

<sup>91</sup> In termini analoghi DE SÁ, *ESG and banks*, cit., p. 376.

<sup>92</sup> La Commissione europea è convinta del fatto che la transizione verso sostenibilità richiede un livello di finanziamento che le finanze pubbliche non sono in grado di garantire a sufficienza, pertanto sarà l'intermediazione bancaria a finanziarla; a riguardo v. COMMISSIONE EUROPEA, Proposta CRD, p. 4.; e si v. quanto già considerato *supra* parr. ...# .

<sup>93</sup> In riferimento ai fattori ambientali v. LIGHT, SKINNER, *Bank and Climate Governance*, cit.

<sup>94</sup> L'industria bancaria, in quanto fonte privata della *governance* ambientale e climatica, presenta alcune caratteristiche che le possono consentire questo ruolo centrale nello sviluppo sostenibile. La posizione assunta dalle banche è privilegiata tra quella degli intermediari finanziari, e rilevante la funzione di controllo della *corporate governance* che può ricoprire come conseguenza della possibilità di osservare direttamente il comportamento dei debitori. In questa funzione produce esternalità informative che possono essere di vantaggio anche per gli altri *stakeholder* del mercato finanziario. Inoltre, le banche svolgono un ruolo di allocazione del capitale in reazione a una particolare serie di incentivi economici che valgono a mitigare il rischio finanziario per cui sono in grado di motivare, accelerare e facilitare progetti che agiscono in via strutturale sui cambiamenti necessari per la transizione verso un'economia sostenibile (a basse emissioni di carbonio). Infine, come creditore privato, le banche, posseggono un potere contrattuale significativo che può incidere sul comportamento dei debitori. A riguardo v. LIGHT, SKINNER, *Bank and Climate Governance*, cit., p. 1898, testo e nt. 5, e p. 1900 s., testo e nt. 16, ove anche ulteriori riferimenti.

<sup>95</sup> Di questi aspetti sembra farsi carico ancora solo in parte la COMMISSIONE EUROPEA, Proposta CRR.

fattori ESG, che si manifesta nell'attività europea di regolazione<sup>96</sup>, nonché la contemporanea delimitazione di compiti di supervisione attribuiti alle autorità di vigilanza sui medesimi temi<sup>97</sup>, dimostra anche la consapevolezza dei limiti del ruolo propulsivo degli investitori istituzionali e, più in generale, delle imprese finanziarie nell'orientare le scelte gestorie verso lo sviluppo sostenibile, e dall'insufficienza manifestata nel monitorare le attività partecipate, oltre che la necessità di controllare politiche di *greenwashing* che potrebbero emergere<sup>98</sup>.

Tanto più ciò vale se si considera che tale orientamento trova un riscontro anche dal punto di vista del diritto comune, laddove davanti alla riconosciuta insufficienza degli investitori istituzionali, il legislatore europeo considera di dover coinvolgere gli *stakeholder* per conseguire gli obiettivi di sostenibilità<sup>99</sup>.

Anche se non si possono qui affrontare distesamente i profili apicali che questi problemi presuppongono e pienamente considerare le conseguenze di tale regolazione, è opportuno accennare alle possibili preoccupazioni sulla funzionalizzazione del compito delle banche.

Tale aspetto merita certamente una diversa considerazione rispetto alle misure e al coinvolgimento delle banche nella reazione e al contrasto alle

---

<sup>96</sup> Argomenti a riguardo si possono trarre sempre dalla Proposta CRR, Relazione, *passim*, e dalla Proposta CRD, Relazione, *passim*.

<sup>97</sup> In argomento si v. il Considerando 35, Proposta CRD. Sulla modificazione del ruolo della supervisione v. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1, Suppl. 1, 2022, p. 3 ss.

<sup>98</sup> A proposito dei limiti riconosciuti all'impegno degli investitori istituzionali v. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione Europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 365 ss., p. 368 s.; NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, in Passalacqua (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 287 ss., p. 298.

<sup>99</sup> A riguardo v. STRAMPELLI, *op. ult. cit.*, p. 369 ss., ove un esame dell'integrazione per il perseguimento di tali obiettivi della Proposta di Direttiva sulla *corporate due diligence* e specialmente della Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020; e si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, Bruxelles, 23.2.2022 COM(2022) 71 final; EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution of 17 December 2020 on sustainable corporate governance (2020/2137(INI))*. Per un esame della prospettiva complessiva v. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 325 ss.

conseguenze economiche alla pandemia da Covid-19<sup>100</sup>. Verrebbero meno, rispetto all'esperienza maturata durante la pandemia, le caratteristiche di temporaneità che avevano contraddistinto quegli interventi e si manifesterebbe un coinvolgimento delle banche di impegno duraturo, se non, a questo punto, strutturale e, quindi, potenzialmente legato alla durata della banca stessa. La qual cosa assumerebbe un valore differente se considerata dal punto di vista prudenziale e potrebbe assumere un significato ulteriore ove si consideri rilevante la necessità di un'applicazione diffusa e uniforme tra le banche di tale disciplina in rispondenza del principio del *level playing field*, assimilando, quindi, le implicazioni regolatorie ESG alle condizioni di esercizio dell'attività bancaria.

### **Vito Bevivino**

*Ricercatore di Diritto dell'economia  
nell'Università Ca' Foscari Venezia*

---

<sup>100</sup> A proposito delle limitazioni alla distribuzione degli utili suggerita dalla BCE si v. BEVIVINO, *La sospensione della distribuzione degli utili delle banche nei periodi di crisi economica esogena. Misura macroprudenziale e strumento di politica economica (?) della BCE e problemi dell'impresa bancaria*, in AGE, 2020, p. 685 ss., p. 696 ss., p. 703 ss.

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**CORTE COSTITUZIONALE**  
**SENTENZA N. 149**  
**16 GIUGNO 2022**

LA CORTE COSTITUZIONALE

composta dai signori: Presidente: Giuliano AMATO; Giudici : Silvana SCIARRA, Daria de PRETIS, Nicolò ZANON, Franco MODUGNO, Augusto Antonio BARBERA, Giulio PROSPERETTI, Giovanni AMOROSO, Francesco VIGANÒ, Luca ANTONINI, Stefano PETITTI, Angelo BUSCEMA, Emanuela NAVARRETTA, Maria Rosaria SAN GIORGIO, Filippo PATRONI GRIFFI,

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

nel giudizio di legittimità costituzionale dell'art. 649 del codice di procedura penale, promosso dal Tribunale ordinario di Verona, sezione penale, nel procedimento penale a carico di P. O. con ordinanza del 17 giugno 2021, iscritta al n. 152 del registro ordinanze 2021 e pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 41, prima serie speciale, dell'anno 2021.

Visti l'atto di costituzione di P. O., nonché l'atto di intervento del Presidente del Consiglio dei ministri;

udito nell'udienza pubblica del 10 maggio 2022 il Giudice relatore Francesco Viganò;

uditi gli avvocati Vittorio Manes e Claudio Avesani per P. O. e l'avvocato dello Stato Salvatore Faraci per il Presidente del Consiglio dei ministri;

deliberato nella camera di consiglio del 10 maggio 2022.

*Ritenuto in fatto*

1.– Con ordinanza del 17 giugno 2021, il Tribunale ordinario di Verona, sezione penale, ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 del codice di procedura penale, censurandolo «nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nei confronti dell'imputato, al quale, con riguardo agli stessi fatti, sia già stata irrogata in via definitiva, nell'ambito di un procedimento amministrativo non legato a quello



penale da un legame materiale e temporale sufficientemente stretto, una sanzione avente carattere sostanzialmente penale ai sensi della Convenzione europea dei diritti dell'uomo e dei relativi protocolli», in riferimento all'art. 117, primo comma, della Costituzione, in relazione all'art. 4 del Protocollo n. 7 alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU).

1.1.– Il rimettente, investito dell'opposizione a un decreto penale di condanna alla pena della multa pari a 8.100 euro, deve giudicare della responsabilità di P. O., imputato del reato previsto dall'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge 22 aprile 1941, n. 633 (Protezione del diritto d'autore e di altri diritti connessi al suo esercizio), per avere, a fini di lucro, detenuto per la vendita e riprodotto abusivamente, presso la copisteria di cui è titolare, opere letterarie fotocopiate oltre il limite consentito, in numero pari a quarantanove testi.

Per la medesima condotta, l'imputato, in solido con la società gestrice della copisteria, è già stato colpito, ai sensi dell'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, da sanzione amministrativa ormai definitiva, per l'importo di 5.974 euro, pari al doppio della sanzione minima (103 euro) moltiplicato per venticinque libri di testo, dei quarantanove totali, dal prezzo non determinabile, oltre a «un terzo dell'importo massimo previsto per le opere il cui prezzo di vendita era conosciuto».

1.2.– Quanto alla non manifesta infondatezza della questione sollevata, il rimettente rileva che, in base alle sentenze della Corte europea dei diritti dell'uomo, grande camera, del 15 novembre 2016, A e B contro Norvegia, e della Corte di giustizia dell'Unione europea, grande sezione, del 20 marzo 2018, in causa C-524/15, Menci, la sottoposizione di un imputato a un processo penale per il medesimo fatto per cui sia già stato definitivamente sottoposto a sanzione amministrativa di carattere punitivo secondo i "criteri Engel" integra una violazione del ne bis in idem, a meno che tra i due procedimenti che sanzionano il medesimo fatto sussista un legame materiale e temporale sufficientemente stretto.

Tale legame dovrebbe essere ravvisato quando le due sanzioni perseguano scopi diversi e complementari, connessi ad aspetti diversi della medesima condotta; quando la duplicazione dei procedimenti sia prevedibile per l'interessato; quando esista una coordinazione, specie sul piano probatorio, tra i due procedimenti; e quando il risultato sanzionatorio complessivo, risultante dal cumulo della sanzione amministrativa e della pena, non risulti eccessivamente

afflittivo per l'interessato, in rapporto alla gravità dell'illecito. Al contempo, si dovrà valutare «se le sanzioni, pur convenzionalmente penali, appartengano o no al nocciolo duro del diritto penale, perché in caso affermativo si dovrà essere più severi nello scrutinare la sussistenza del legame e più riluttanti a riconoscerlo in concreto».

1.3.– Nel caso in esame, sarebbe indubbia la natura punitiva, secondo i “criteri Engel”, della sanzione amministrativa contemplata dall'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, il cui importo viene determinato quale multiplo (comunque non inferiore a 103 euro) del prezzo di mercato di ciascuna opera indebitamente riprodotta, oppure, in caso di non determinabilità del prezzo dell'opera, in una somma da 103 a 1.032 euro per ciascuna violazione.

Tale meccanismo moltiplicatore determinerebbe significative ricadute nella sfera patrimoniale del trasgressore, anche in relazione a fatti di modesta gravità – come quello in specie contestato a P. O. – e svelerebbe il «carattere afflittivo e non meramente restitutorio nonché la finalità repressiva e deterrente» della sanzione in parola. Finalità che trasparirebbe anche dai lavori preparatori della legge 18 agosto 2000, n. 248 (Nuove norme di tutela del diritto di autore), la quale ha inserito l'art. 174-bis nel corpo della legge n. 633 del 1941, nell'intento di «incrementare il grado di dissuasività delle misure di contrasto, introducendo, in aggiunta alle sanzioni penali già previste dalla legislazione esistente, alcune sanzioni e misure amministrative che appaiono, riprendendo la terminologia usata dal legislatore “dotate di autonoma deterrenza in quanto rapidamente applicabili”».

La funzione «prevalentemente (se non esclusivamente) deterrente» e «pubblicistica» della sanzione di cui all'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 sarebbe confermata dalla destinazione del 50 per cento degli introiti derivanti dalla riscossione alla costituzione di un fondo destinato al potenziamento delle strutture e degli strumenti impiegati nell'accertamento dei reati contro il diritto d'autore, e della restante misura alla promozione delle campagne informative «di cui al successivo articolo 10» [recte: di cui all'art. 26, comma 3-bis, della legge 23 agosto 1988, n. 400 (Disciplina dell'attività di Governo e ordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri)].

In definitiva, la sanzione di cui all'art. 174-bis, di sicuro carattere punitivo, si differenzerebbe da quelle penali «solo per la rapidità del procedimento applicativo», risultando dunque

«manifestamente carente quella complementarità di funzioni che sola giustifica il c.d. doppio binario sanzionatorio».

1.4.– Identico sarebbe poi il fatto storico alla base dei due procedimenti, amministrativo e penale, atteso che, da un lato, l'art. 174-bis si applica espressamente alla «violazione delle disposizioni previste nella presente sezione», ossia della Sezione II (Difese e sanzioni penali) del Capo III (Difesa e sanzioni giudiziarie) del Titolo III (Disposizioni comuni) della legge n. 633 del 1941; Sezione nella quale è descritta la condotta punita dall'art. 171-ter, primo comma, lettera b). Dall'altro lato, il raffronto tra il capo di imputazione elevato nei confronti di P. O. e il verbale di accertamento notificatogli confermerebbe che l'illecito contestato all'interessato costituisce insieme violazione di natura penale ed amministrativa.

La stessa giurisprudenza di legittimità (è citata Corte di cassazione, sezione seconda civile, sentenza 18 dicembre 2017, n. 30319) escluderebbe l'operatività, in questa materia, della clausola di connessione di cui all'art. 24 della legge 24 novembre 1981, n. 689 (Modifiche al sistema penale), proprio sul presupposto dell'identità del fatto cui si applicano la sanzione amministrativa ex art. 174-bis e le sanzioni penali di cui all'art. 171-ter della legge n. 633 del 1941.

1.5.– Nel caso di specie, non sarebbero inoltre previsti rimedi per scongiurare il rischio di duplicazione di procedimenti e sanzioni in relazione allo stesso fatto.

La clausola di salvaguardia contenuta nell'art. 174-bis («[f]orme le sanzioni penali applicabili») comproverebbe anzi la necessaria applicazione cumulativa, per la medesima violazione, delle sanzioni penali e amministrative, così come confermato dalla giurisprudenza di legittimità (è citata ancora Cass., sentenza n. 30319 del 2017); e ciò coerentemente con «il dichiarato intento del legislatore di garantire – mediante l'introduzione delle sanzioni amministrative – semplicemente una risposta punitiva più celere».

La medesima condotta sarebbe dunque punita sia con una sanzione amministrativa punitiva, sia con una sanzione penale – quest'ultima «inevitabilmente a distanza di tempo, attesa la diversa struttura del processo penale» –. La sanzione penale, d'altra parte, non sarebbe limitata ai fatti che presentino una particolare gravità, o che superino una determinata soglia di rilevanza – così come avviene invece in ambito tributario – e consisterebbe nella reclusione da

sei mesi a tre anni, che si applica congiuntamente alla multa da 2.582 a 15.493 euro, comportando così una duplicazione della sanzione pecuniaria.

Il giudice penale potrebbe tenere conto della già avvenuta irrogazione della sanzione amministrativa solo in sede di commisurazione della pena, ai sensi dell'art. 133 del codice penale, senza però poter escludere l'applicazione della multa, né – salva la ricorrenza di eventuali circostanze attenuanti – poterla quantificare al di sotto del limite edittale di 2.582 euro. L'apparato sanzionatorio complessivo risulterebbe dunque «del tutto sproporzionato e ingiustificato».

Non sarebbero inoltre previsti meccanismi di raccordo – sul piano temporale o probatorio – tra i procedimenti amministrativo e penale e sarebbe altresì da escludere, in specie, la sussistenza della connessione obiettiva per pregiudizialità, che vale, ai sensi dell'art. 24 della legge n. 689 del 1981, a radicare la competenza del giudice penale per l'accertamento della responsabilità in relazione all'illecito amministrativo; con la conseguenza che l'interessato dovrebbe sopportare l'onere della duplicazione di procedimenti.

1.6.– Nel caso di specie, difetterebbe infine la connessione temporale tra il procedimento amministrativo e quello penale, atteso che il primo, iniziato nel 2014, si è concluso il 7 gennaio 2016, laddove l'azione penale è stata esercitata con la richiesta di emissione di decreto penale di condanna del 12 dicembre 2014 e, a seguito di opposizione, ha condotto all'emissione del decreto che ha disposto il giudizio del 3 maggio 2019 e alla celebrazione della prima udienza di merito il 10 febbraio 2021, a distanza, quindi, di oltre cinque anni dalla sopravvenuta irrevocabilità della sanzione amministrativa.

1.7.– A fronte di tale quadro, l'unica norma astrattamente in grado di «neutralizzare» la duplicazione dei giudizi sarebbe l'art. 649 cod. proc. pen., che preclude la possibilità di iniziare o proseguire un nuovo procedimento penale nei confronti dell'imputato prosciolto o condannato, in relazione al medesimo fatto, con sentenza o decreto penale di condanna divenuti irrevocabili.

Il tenore letterale della disposizione, inequivocabilmente riferita all'autorità giudiziaria penale, ne escluderebbe tuttavia un'interpretazione «convenzionalmente orientata», impedendo di allargarne lo spettro applicativo ai procedimenti amministrativi, come del resto ritenuto sia

dalla giurisprudenza di legittimità (è citata Corte di cassazione, sezione quinta penale, ordinanza 10 novembre 2014-15 gennaio 2015, n. 1782), sia da questa Corte (sentenza n. 43 del 2018).

L'unica modalità per scongiurare la lesione del diritto fondamentale dell'imputato a non essere giudicato due volte per un identico fatto sarebbe il promovimento dell'incidente di costituzionalità.

1.8.– La questione sarebbe infine rilevante, atteso che solo il suo accoglimento «rimuoverebbe gli effetti pregiudizievoli conseguenti alla violazione del bis in idem», precludendo la celebrazione del processo penale a carico di P. O., già destinatario di una sanzione amministrativa punitiva e definitiva in relazione agli stessi fatti. In altre parole, una sentenza additiva di questa Corte costituirebbe l'«unico rimedio per evitare che il sistema del “doppio binario” in materia di diritto d'autore, in assenza di meccanismi correttivi e di un coordinamento tra i due procedimenti determini una incompatibilità con il divieto di bis in idem di matrice convenzionale, nella misura in cui non scongiura che un soggetto [...] sia sottoposto ad un procedimento penale pur avendo già riportato in via definitiva, per il medesimo fatto, una sanzione solo formalmente amministrativa di cui il giudice penale non può, nelle proprie determinazioni, tener adeguatamente conto».

2.– È intervenuto in giudizio il Presidente del Consiglio dei ministri, rappresentato e difeso dall'Avvocatura generale dello Stato, chiedendo che la questione sia dichiarata manifestamente inammissibile o infondata.

2.1.– Premessa l'illustrazione delle previsioni sanzionatorie di cui agli artt. 171-ter e 174-bis della legge n. 633 del 1941 ed evidenziato il «regime di doppia punibilità» della condotta di abusiva riproduzione e illecita duplicazione di opere (sono citate Cass., sentenza n. 30319 del 2017, e sezione seconda civile, sentenza 22 dicembre 2011, n. 28381), l'interveniente eccepisce l'omessa o insufficiente motivazione sulla rilevanza della questione.

2.1.1.– Il giudice a quo nulla avrebbe argomentato né in ordine alla sussistenza della responsabilità dell'imputato per il reato ascrittogli, né in relazione all'asserita sproporzione del complessivo trattamento sanzionatorio da irrogargli (non avendo neppure indicato quale sarebbe la pena da applicare nel processo penale).

2.1.2.– Il rimettente avrebbe inoltre disatteso le indicazioni della giurisprudenza di legittimità (sono citate Corte di cassazione, sezione quinta penale, sentenza 21 giugno-16 luglio 2018, n. 45829, e sezione prima civile, sentenza 26 febbraio 2019, n. 5679 [recte: sezione quinta penale, sentenza 9 novembre 2018-5 febbraio 2019, n. 5679]), secondo cui il giudice penale dovrebbe valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio e potrebbe «[n]el “caso limite” in cui la sanzione amministrativa, attestata sui massimi edittali in rapporto a un fatto di gravità penale contenuta, risponda da sola al canone della proporzionalità», fare «applicazione diretta [del] principio garantito dall’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea, disapplicando le norme che definiscono il trattamento sanzionatorio penale»; oppure, al di fuori di tale ipotesi limite, rideterminare la sanzione penale derogandone in mitius il minimo edittale al fine di garantire la proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivo.

2.1.3.– Il giudice a quo non avrebbe infine speso nessun argomento sulla riconducibilità o meno delle sanzioni penali previste in materia di tutela del diritto d’autore al “nocciolo duro” del diritto penale, rispetto al quale – secondo la sentenza A e B contro Norvegia – più rigoroso dovrebbe essere il vaglio di compatibilità del “doppio binario” sanzionatorio con la garanzia convenzionale del ne bis in idem.

2.1.4.– La questione sarebbe altresì inammissibile perché tendente a conseguire una pronuncia manipolativa, «con effetti generali di sistema ed esorbitanti il caso in esame», a fronte della sussistenza, nell’ordinamento, di «una soluzione normativa costituzionalmente compatibile rispetto a quella costituzionalmente illegittima», consistente nell’«irrogazione di un complessivo trattamento sanzionatorio non sproporzionato», anche eventualmente mediante denuncia dell’art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, nella parte in cui dispone «[f]erme le sanzioni penali applicabili».

2.1.5.– In definitiva, la questione sollevata incorrerebbe nelle medesime ragioni di inammissibilità che affliggevano le ordinanze di rimessione esaminate con la sentenza n. 222 del 2019 e con l’ordinanza n. 114 del 2020 di questa Corte.

2.2.– La questione sarebbe in ogni caso manifestamente infondata.

2.2.1.– Sussisterebbe in specie un evidente nesso materiale e cronologico tra procedimento amministrativo e penale, atteso che l’illecito, commesso il 22 ottobre 2014, è stato contestato

con un verbale di accertamento del 24 novembre 2014 e sanzionato con ordinanza prefettizia del 27 aprile 2015 e con decreto penale di condanna del 12 dicembre 2014. I due procedimenti sarebbero dunque stati attivati nel medesimo lasso temporale, tra novembre e dicembre 2014.

2.2.2.– La prevedibilità del doppio binario sanzionatorio sarebbe poi stata certa, in forza della clausola di riserva contenuta nell'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941.

2.2.3.– Il rimettente avrebbe altresì omissis di «esaminare la complessiva disciplina della tutela del diritto d'autore, e la sua rilevanza anche unionale, per valutare la compatibilità con i principi scaturenti dalla giurisprudenza delle Corti sovranazionali sul cosiddetto "nocciolo duro"».

2.2.4.– Infine il trattamento sanzionatorio complessivo – pari a 14.974 euro, risultante dalla somma tra la sanzione amministrativa di 5.974 euro e la multa di 8.100 euro irrogata con il decreto penale di condanna – lungi dall'essere sproporzionato, sarebbe del tutto adeguato alla gravità del fatto contestato e al numero di opere illecitamente duplicate per fini di lucro da P. O.

3.– Si è costituita in giudizio la parte P. O., chiedendo l'accoglimento della questione sollevata dal rimettente e riservando alla memoria illustrativa l'esposizione delle proprie argomentazioni a sostegno della fondatezza.

4.– In prossimità dell'udienza pubblica, P. O. ha depositato memoria illustrativa.

4.1.– In essa la parte ripercorre anzitutto gli snodi del procedimento amministrativo e di quello penale a proprio carico, deducendo che il primo è iniziato il 20 novembre 2014 con la notificazione di un verbale di accertamento e si è concluso il 7 gennaio 2016 con la pronuncia della sentenza del Giudice di pace di Verona sull'opposizione introdotta da P. O. avverso l'ordinanza prefettizia del 27 aprile 2015 di irrogazione della sanzione; e che il secondo è iniziato il 3 maggio 2019 con la citazione dell'imputato innanzi al Tribunale di Verona.

4.2.– Richiamate, quanto alla fisionomia della garanzia del ne bis in idem, la sentenza A e B contro Norvegia della Corte EDU, le sentenze della Corte di giustizia del 20 marzo 2018 Menci, Garlsson Real Estate SA e altri (in causa C-537/16) e Di Puma e altri (in cause C-596/16 e C-597/16), nonché le sentenze n. 43 del 2018 e 145 del 2020 di questa Corte, la parte replica anzitutto alle eccezioni dell'Avvocatura generale dello Stato.

Ai fini della rilevanza, il rimettente non sarebbe stato tenuto a motivare espressamente in ordine alla sussistenza della responsabilità penale di P. O., atteso che «il principio del ne bis in idem convenzionale preclude non già la condanna, ma diversamente l'avvio di un processo penale, allorquando, riconosciuta la natura penale, in base all'art. 7 della CEDU, di una sanzione amministrativa, irrogata all'esito del procedimento amministrativo, si instauri un secondo giudizio in merito agli stessi fatti» (sono citate le sentenze n. 200 del 2016, n. 43 del 2018, n. 222 del 2019 e l'ordinanza n. 114 del 2020 di questa Corte).

Il giudice a quo avrebbe poi diffusamente argomentato in ordine alla sproporzione del complessivo trattamento sanzionatorio cui P. O. sarebbe soggetto in caso di prosecuzione del processo penale, alla luce della duplicazione tra la sanzione amministrativa già irrogata e la multa irroganda, prevista dall'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge n. 633 del 1941 in via congiunta rispetto alla pena detentiva. Parimenti esaustiva sarebbe la motivazione circa l'applicabilità, in specie, della garanzia del ne bis in idem e la necessità di estendere al caso di specie l'ambito applicativo dell'art. 649 cod. proc. pen.

4.3.– Quanto alla fondatezza della questione, la parte evidenzia anzitutto l'identità storico-naturalistica – nel senso fatto proprio dalla giurisprudenza sia costituzionale (è citata la sentenza n. 200 del 2016), sia di legittimità (è richiamata Corte di cassazione, sezioni unite penali, sentenza 28 giugno 2005, n. 34655) – del fatto punito rispettivamente ai sensi dell'art. 174-bis e dell'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge n. 633 del 1941.

4.3.1.– Indubbia sarebbe la natura punitiva della sanzione di cui all'art. 174-bis, secondo i cosiddetti criteri Engel elaborati dalla Corte EDU, alla luce dell'«effetto moltiplicatore della sanzione», il cui importo è parametrato al numero di copie abusivamente riprodotte e comunque non inferiore a 103 euro per copia.

4.3.2.– La sanzione amministrativa e quella penale sarebbero entrambe applicabili, senza possibilità di radicare la competenza del giudice penale per l'accertamento della responsabilità per l'illecito amministrativo (sono citate le sentenze n. 30319 del 2017 e n. 28381 del 2011 della Corte di cassazione), che, infatti, nel caso di specie, sarebbe stato accertato dal prefetto e poi dal giudice di pace. Conseguirebbe la possibilità che i due procedimenti si dispieghino non contemporaneamente ma consecutivamente, come avvenuto nel caso di specie, in cui il



procedimento amministrativo si sarebbe concluso a gennaio 2016, laddove il processo penale sarebbe iniziato a maggio 2019. Non sussisterebbe pertanto una sufficiente connessione temporale tra procedimenti, con conseguente violazione della garanzia del ne bis in idem (sono citate le sentenze della Corte EDU 18 maggio 2017, Jóhannesson e altri contro Islanda, 16 aprile 2019, Bjarni Ármannsson contro Islanda, e 6 giugno 2019, Nodet contro Francia).

4.3.3.– Né sussisterebbe una connessione materiale tra i procedimenti, in assenza di criteri che consentano di tener conto della pregressa irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie, «alle quali fanno invece seguito sanzioni penali detentive e, ancora una volta, pecuniarie».

4.3.4.– La risposta sanzionatoria complessiva sarebbe poi scarsamente prevedibile, stante l'elevato tasso di discrezionalità che presiede all'irrogazione della sanzione amministrativa, «parametrata sull'indeterminabilità del prezzo delle opere».

4.3.5.– La sanzione amministrativa e quella penale perseguirebbero un'identica finalità di deterrenza, come si evincerebbe sia dalla destinazione dei proventi, ex art. 174-quater della legge n. 633 del 1941, a finalità di prevenzione e accertamento dei reati in materia di diritto d'autore e alla promozione di campagne informative sull'illiceità dell'acquisto di prodotti delle opere dell'ingegno abusivi o contraffatti; sia dall'esame dei lavori preparatori della legge n. 248 del 2000, che ha inserito l'art. 174-bis nella legge n. 633 del 1941.

Sarebbe dunque «palese la frizione che il sistema del doppio binario genera tra l'ordinamento nazionale e la Cedu» (è richiamata la sentenza n. 102 del 2016 di questa Corte), atteso che l'eccezionale previsione di un doppio binario sanzionatorio potrebbe giustificarsi solo a fronte di esigenze di complementarità del trattamento punitivo complessivo (sono citate le sentenze di questa Corte n. 145 del 2020 e n. 43 del 2018), in specie assenti.

4.3.6.– Il complessivo trattamento sanzionatorio da infliggere a P. O. sarebbe sproporzionato, per il combinarsi della sanzione amministrativa – da irrogare in misura pari al doppio del prezzo dell'opera oggetto della violazione e comunque non inferiore a 103 euro, e in specie determinata nella misura di 5.974 euro – con la sanzione penale, che, ai sensi dell'art. 171-ter, primo comma, lettera b), consta di una pena detentiva non inferiore a sei mesi, da irrogare congiuntamente alla multa da 2.582 a 15.493 euro.

Un simile trattamento sanzionatorio sarebbe eccessivo e contrario al principio di proporzionalità delle sanzioni per le violazioni in materia di diritto d'autore, contenuto nell'art. 8 della direttiva 2001/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 maggio 2001 sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto d'autore e dei diritti connessi nella società dell'informazione (trasposta nell'ordinamento italiano dal decreto legislativo 9 aprile 2003, n. 68, recante «Attuazione della direttiva 2001/29/CE sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto d'autore e dei diritti connessi nella società dell'informazione», che ha modificato la legge n. 633 del 1941); principio di proporzionalità risultante anche dalla giurisprudenza della Corte di giustizia, secondo cui «qualora sia possibile una scelta fra più misure appropriate, si deve ricorrere alla meno restrittiva, e [...] gli inconvenienti causati non devono essere sproporzionati rispetto agli scopi perseguiti» (sono citate le sentenze 25 febbraio 2010, in causa C-562/08, Müller Fleisch GmbH, paragrafo 43; 9 marzo 2010, in causa C-379/08 e C-380/08, Raffinerie Mediterranee (ERG) spa e altri, paragrafo 86; 19 ottobre 2016, in causa C-501/14, EL-EM-2001 Ltd, paragrafi 37 e 39).

Tale principio di proporzionalità – come si evince dai lavori preparatori – sarebbe alla base della scelta operata dalla legge n. 248 del 2000 di non inasprire le sanzioni penali per le violazioni del diritto d'autore previste dalla legge n. 633 del 1941; ma sarebbe invece stato tradito dallo stesso legislatore, a fini di deterrenza, nell'introdurre, con la medesima legge n. 248 del 2000, sanzioni amministrative aggiuntive rispetto a quelle penali.

4.4.– Dalla lettura del *petitum* e delle motivazioni dell'ordinanza di rimessione – da effettuarsi congiuntamente, secondo le sentenze n. 238 del 2014, n. 258 del 2012 e n. 181 del 2011 di questa Corte – si evincerebbe che il giudice a quo ha inteso censurare l'art. 649 cod. proc. pen. con specifico riferimento agli artt. 171-ter, primo comma, lettera b), e 174-bis della legge n. 633 del 1941, così sollecitando una declaratoria di illegittimità costituzionale dell'art. 649 cod. proc. pen., «nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nei confronti dell'imputato per reato di cui all'art. 171 ter comma 1 lettera b) della legge 633/1941, al quale, con riguardo agli stessi fatti, sia già stata irrogata in via definitiva la sanzione di cui all'art. 174 bis della legge 633/1941».

4.5.– In via subordinata «e considerando un'interpretazione a "rime possibili" della disposizione applicabile nel giudizio de quo», la parte chiede a questa Corte di dichiarare costituzionalmente illegittimo l'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge n. 633 del 1941, «nella parte in cui non prevede un meccanismo di compensazione che consenta di tener conto, in sede di irrogazione della sanzione penale, consistente nella pena congiunta della reclusione e della multa, degli effetti della sanzione formalmente amministrativa (ma sostanzialmente penale) di cui all'art. 174 bis della legge 633/1941, già irrogata in via definitiva, così da evitare che la sanzione complessivamente inflitta risulti del tutto sproporzionata».

Tale richiesta – precisa la parte – è formulata alla luce dei principi enunciati dalla giurisprudenza di legittimità relativa al doppio binario sanzionatorio in materia tributaria (è citata Corte di cassazione, sezione terza penale, sentenza 15 ottobre 2021-20 gennaio 2022, n. 2245), secondo cui, per evitare la violazione del divieto di bis in idem, deve essere garantito un meccanismo di compensazione che consenta di tener conto, in sede di irrogazione della seconda sanzione, degli effetti della prima, così da evitare che il trattamento sanzionatorio complessivo sia sproporzionato.

5.– All'udienza pubblica, la parte – dopo avere insistito sulla propria domanda principale di accoglimento della questione proposta – ha invece chiesto in via subordinata a questa Corte di pronunciare una sentenza interpretativa di rigetto, che dichiari non fondata la questione di legittimità costituzionale sul presupposto della possibilità, per il giudice penale, di disapplicare in mitius le pene previste dall'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge n. 633 del 1941, ogniqualvolta il trattamento sanzionatorio da infliggere all'autore della violazione risulti sproporzionato, avuto riguardo alla già avvenuta irrogazione della sanzione amministrativa di cui all'art. 174-bis della medesima legge.

*Considerato in diritto*

1.– Con l'ordinanza indicata in epigrafe, il Tribunale ordinario di Verona, sezione penale, ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 del codice di procedura penale, «nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nei confronti dell'imputato, al quale, con riguardo agli stessi fatti, sia già stata irrogata in via

definitiva, nell'ambito di un procedimento amministrativo non legato a quello penale da un legame materiale e temporale sufficientemente stretto, una sanzione avente carattere sostanzialmente penale ai sensi della Convenzione europea dei diritti dell'uomo e dei relativi protocolli», in riferimento all'art. 117, primo comma, della Costituzione, in relazione all'art. 4 del Protocollo n. 7 alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU).

Nel giudizio a quo, il Tribunale deve giudicare della responsabilità penale di un imputato per il delitto di riproduzione abusiva e vendita di opere letterarie abusivamente riprodotte di cui all'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge 22 aprile 1941, n. 633 (Protezione del diritto d'autore e di altri diritti connessi al suo esercizio). Per i medesimi fatti l'imputato è già stato sanzionato in via definitiva con la sanzione amministrativa prevista dall'art. 174-bis della medesima legge n. 633 del 1941.

2.– Le eccezioni di inammissibilità formulate dall'Avvocatura generale dello Stato non sono fondate.

2.1.– Non è fondata, anzitutto, l'eccezione di insufficiente motivazione sulla rilevanza della questione, che deriverebbe dall'aver il giudice rimettente omissivo di motivare sulla sussistenza della responsabilità dell'imputato per il reato ascrittogli, nonché sulla sproporzione del trattamento sanzionatorio che dovrebbe essergli applicato in caso di condanna.

Il diritto al ne bis in idem riconosciuto dall'art. 4 Prot. n. 7 CEDU mira infatti, in primo luogo, a tutelare la persona contro le sofferenze e i costi di un nuovo procedimento per i medesimi fatti già oggetto di altro procedimento definitivamente concluso. Pertanto, nella prospettiva del rimettente, la mera circostanza della pendenza di un secondo procedimento per i medesimi fatti una volta divenuta definitiva la sanzione irrogata in esito al primo procedimento è sufficiente a rendere operante la garanzia, in assenza di una stretta connessione sostanziale e temporale tra i due procedimenti. A prescindere – dunque – dall'esito del secondo.

2.2.– Con la propria seconda eccezione, l'Avvocatura generale dello Stato osserva in sostanza che lo stesso giudice rimettente avrebbe potuto fare applicazione dei principi elaborati dalla giurisprudenza di legittimità in materia di abusi di mercato, disapplicando totalmente o parzialmente le norme che definiscono il trattamento sanzionatorio per il delitto che viene in considerazione nel giudizio a quo, ove ciò sia necessario per ricondurre a proporzionalità il

complessivo trattamento sanzionatorio irrogabile all'imputato. E ciò in forza di una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (CDFUE).

A tale possibilità ha peraltro fatto riferimento anche la difesa dell'imputato nel giudizio principale, nella propria discussione orale, allorché ha chiesto – in via subordinata – che la questione sia dichiarata non fondata sul presupposto, appunto, che il giudice a quo già disponga della possibilità di evitare la lesione al diritto convenzionale evocato, applicando direttamente l'art. 50 CDFUE e disapplicando in mitius – in tutto o in parte – le disposizioni penali previste dalla legge n. 633 del 1941.

L'eccezione non può, tuttavia, essere accolta.

2.2.1.– Non v'è dubbio, invero, che la materia della tutela del diritto d'autore sia disciplinata dal diritto derivato dell'Unione europea, e in particolare dalla direttiva 2001/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 maggio 2001 sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto d'autore e dei diritti connessi nella società dell'informazione, che all'art. 8 impone segnatamente agli Stati membri l'obbligo di prevedere «sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive» contro le violazioni dei diritti e degli obblighi previsti dalla direttiva stessa.

Ciò implica che la disciplina sanzionatoria prevista, nell'ordinamento italiano, tanto dall'art. 171-ter quanto dall'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 ricade nell'ambito di attuazione del diritto dell'Unione europea ai sensi dell'art. 51 CDFUE, con conseguente obbligo, da parte delle competenti autorità amministrative e giudiziarie italiane, di rispettare i diritti riconosciuti dalla Carta, compreso l'art. 50 CDFUE che sancisce a livello unionale il diritto al *ne bis in idem*. Diritto, quest'ultimo, che la giurisprudenza della Corte di giustizia ha già riconosciuto essere provvisto di effetto diretto nell'ordinamento degli Stati membri (grande sezione, sentenza 20 marzo 2018, in causa C-537/16, *Garlsson Real Estate SA e altri*, causa C-537/16, paragrafo 66).

In applicazione di tale principio, la giurisprudenza di legittimità ha più volte riconosciuto, come giustamente rileva l'Avvocatura generale dello Stato, l'effetto diretto dell'art. 50 CDFUE in procedimenti di opposizione alle sanzioni amministrative irrogate dalla Commissione nazionale per la società e la borsa (CONSOB) per fatti già giudicati in via definitiva dalla giurisdizione penale (Corte di cassazione, sezione seconda civile, sentenza 17 dicembre 2019, n. 33426; sezione seconda civile, sentenza 6 dicembre 2018, n. 31632; sezione quinta civile, sentenza 30

ottobre 2018, n. 27564), nonché in procedimenti penali relativi a fatti già oggetto di sanzioni irrogate in via definitiva dalla stessa CONSOB (Corte di cassazione, sezione quinta penale, sentenze 15 aprile 2019, n. 39999; 9 novembre 2018-5 febbraio 2019, n. 5679; 21 settembre 2018, n. 49869).

2.2.2.– Cionondimeno, la diretta applicabilità dell'art. 50 CDFUE non può essere di ostacolo all'intervento di questa Corte, puntualmente sollecitato dal giudice a quo.

Secondo un'ormai copiosa giurisprudenza costituzionale, l'eventuale effetto diretto negli ordinamenti degli Stati membri dei diritti riconosciuti dalla Carta (e delle norme di diritto derivato attuative di tali diritti) non rende inammissibili le questioni di legittimità costituzionale che denunciino il contrasto tra una disposizione di legge nazionale e quei medesimi diritti, i quali intersecano in larga misura i principi e i diritti garantiti dalla stessa Costituzione italiana. Questioni siffatte, una volta sollevate, debbono invece essere scrutinate nel merito da questa Corte, cui unicamente spetta il compito di dichiarare, con effetti erga omnes, l'illegittimità costituzionale delle disposizioni che risultassero contrarie alla Carta, in forza degli artt. 11 e 117, primo comma, Cost. (sentenze n. 54 del 2022, n. 182 del 2021, n. 49 del 2021, n. 11 del 2020, n. 63 del 2019, n. 20 del 2019 e n. 269 del 2017; ordinanze n. 182 del 2020 e n. 117 del 2019). Tale rimedio non si sostituisce, ma si aggiunge a quello rappresentato dalla disapplicazione nel singolo caso concreto, da parte del giudice comune, della disposizione contraria a una norma della Carta avente effetto diretto (sentenza n. 67 del 2022: «il sindacato accentratore di costituzionalità, configurato dall'art. 134 Cost., non è alternativo a un meccanismo diffuso di attuazione del diritto europeo»). E ciò in un'ottica di arricchimento degli strumenti di tutela dei diritti fondamentali che, «per definizione, esclude ogni preclusione» (ancora, sentenza n. 20 del 2019), e che vede tanto il giudice comune quanto questa Corte impegnati a dare attuazione al diritto dell'Unione europea nell'ordinamento italiano, ciascuno con i propri strumenti e ciascuno nell'ambito delle rispettive competenze.

Nel presente procedimento, peraltro, il giudice rimettente ha chiesto a questa Corte di dichiarare l'illegittimità costituzionale della disciplina censurata in ragione del suo asserito contrasto non già con l'art. 50 CDFUE, bensì – unicamente – con l'art. 4 Prot. n. 7 CEDU, per il tramite dell'art. 117, primo comma, Cost. A maggior ragione, dunque, questa Corte non può

sottrarsi al proprio compito di scrutinare nel merito la questione, e se del caso dichiarare l'illegittimità costituzionale della disposizione censurata, secondo i principi costantemente osservati a partire dalle sentenze n. 348 e n. 349 del 2007.

Rispetto alla disapplicazione, totale o parziale, delle disposizioni sanzionatorie da parte del singolo giudice, in ragione del loro contrasto con l'art. 50 CDFUE, la dichiarazione di illegittimità costituzionale cui aspira il giudice rimettente assicurerebbe del resto al diritto al ne bis in idem – riconosciuto assieme dalla Costituzione italiana (sentenza n. 200 del 2016), dall'art. 4 Prot. n. 7 CEDU e dall'art. 50 CDFUE – una tutela certa e uniforme nell'intero ordinamento. Il che è tanto più essenziale in una materia, come quella penale, dominata dal principio di stretta legalità (sentenze n. 98 del 2021, n. 115 del 2018, n. 109 del 2017 e ordinanza n. 24 del 2017).

2.3.– Le ulteriori eccezioni formulate dall'Avvocatura generale dello Stato sono, infine, poco più che accennate, e non meritano comunque accoglimento.

Non coglie nel segno l'interveniente allorché rimprovera al rimettente di non avere adeguatamente motivato circa l'inesistenza di una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta tra i due procedimenti sanzionatori, e di non essersi confrontato con il dato dell'estraneità della tutela del diritto d'autore al "nucleo duro" del diritto penale. A differenza di quanto era accaduto nell'ordinanza che ha a suo tempo sollevato le questioni decise con la sentenza n. 222 del 2019, l'odierno rimettente si è, in effetti, confrontato funditus con tutti i criteri enumerati dalla grande camera della Corte EDU, nel paragrafo 132 della sentenza del 15 novembre 2016, A e B contro Norvegia quali indicatori della sussistenza o meno di una «close connection in substance and time», concludendo nel senso del radicale difetto di una tale connessione. Ciò sarebbe sufficiente per dar luogo a una violazione del diritto al ne bis in idem anche in una materia estranea al "nucleo duro" del diritto penale, tale criterio essendo evidentemente evocato dal paragrafo 133 della sentenza in parola soltanto in chiave sussidiaria, per l'ipotesi in cui gli altri indicatori non consentano di pervenire a una conclusione univoca circa la sussistenza della violazione del diritto convenzionale in parola.

Né coglie nel segno l'Avvocatura generale dello Stato quando eccepisce che al risultato auspicato dal rimettente si potrebbe e si dovrebbe giungere denunciando l'illegittimità costituzionale dell'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, nella parte in cui dispone «[f]erme le

sanzioni penali applicabili». Il giudice a quo non è, infatti, chiamato a fare applicazione dell'art. 174-bis, che disciplina le sanzioni amministrative già applicate in via definitiva all'imputato, e non sarebbe stato legittimato, pertanto, a sollevare questione su tale disposizione. D'altra parte, la mera ablazione dell'inciso in parola in esito a una questione di legittimità costituzionale sollevata, in ipotesi, da altro giudice su tale disposizione condurrebbe a una situazione di radicale incertezza sulla disposizione in concreto applicabile tra quella di cui all'art. 171-ter e quella di cui all'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, posto che entrambe hanno quali presupposti i medesimi fatti, di talché nessuna può dirsi speciale rispetto all'altra ai sensi dell'art. 9 della legge 24 novembre 1981, n. 689 (Modifiche al sistema penale).

Individuando, invece, nell'art. 649 cod. proc. pen. il bersaglio dei propri dubbi di legittimità costituzionale, il giudice rimettente non ha posto in discussione la coesistenza delle due norme sanzionatorie né la loro concreta applicabilità, ma si è – del tutto plausibilmente – limitato a invocare un rimedio idoneo a evitare lo svolgimento (o la prosecuzione) di un giudizio penale allorché l'imputato sia già stato sanzionato in via definitiva per il medesimo fatto ai sensi dell'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941, in violazione del suo allegato diritto al ne bis in idem: rimedio individuato nella pronuncia di proscioglimento o non luogo a procedere, già prevista in via generale dall'art. 649 cod. proc. pen. per il caso in cui l'imputato sia già stato giudicato penalmente, in via definitiva, per il medesimo fatto.

3.– Non può parimenti essere presa in considerazione la richiesta, formulata dalla parte nei propri scritti difensivi ma non riproposta in udienza, di una pronuncia di parziale illegittimità costituzionale dell'art. 171-ter, primo comma, lettera b), della legge n. 633 del 1941. Tale disposizione non è infatti stata oggetto di censure da parte dell'ordinanza di rimessione, la quale soltanto definisce l'oggetto del giudizio innanzi a questa Corte (ex multis, sentenze n. 203 e n. 49 del 2021).

4.– Sempre in via preliminare, è necessario precisare i confini del petitum formulato dal giudice a quo.

Per quanto il dispositivo dell'ordinanza di rimessione formuli questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 cod. proc. pen. con riferimento a tutti i casi in cui, con riguardo ad uno stesso fatto, «sia stata già irrogata in via definitiva, nell'ambito di un procedimento



amministrativo non legato a quello penale da un legame materiale e temporale sufficientemente stretto, una sanzione avente carattere sostanzialmente penale ai sensi della [CEDU] e dei relativi protocolli», l'intero sviluppo argomentativo della parte motiva dell'ordinanza evidenzia, come giustamente rilevato dalla difesa dell'imputato, che il rimettente ha inteso censurare l'art. 649 cod. proc. pen. con specifico riferimento al regime di "doppio binario" sanzionatorio previsto in materia di tutela del diritto d'autore. Tutti gli argomenti del giudice a quo miranti a dimostrare l'insussistenza di una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta tra i due procedimenti sono, infatti, calibrati su questa peculiare disciplina, e non si estendono necessariamente a tutte le variegate altre ipotesi in cui, nel nostro ordinamento, sono disciplinati regimi di "doppio binario" sanzionatorio per i medesimi illeciti.

Dal momento che, secondo la costante giurisprudenza di questa Corte, l'oggetto del giudizio costituzionale deve essere individuato interpretando il dispositivo dell'ordinanza di remissione alla luce della sua motivazione (ex multis, sentenza n. 33 del 2019), la questione deve dunque essere intesa come mirante unicamente a estendere la disciplina di cui all'art. 649 cod. proc. pen. all'ipotesi in cui l'imputato di uno dei delitti previsti dall'art. 171-ter della legge n. 633 del 1941 sia già stato sottoposto in via definitiva a sanzione amministrativa per il medesimo fatto ai sensi dell'art. 174-bis della medesima legge.

5.– In questi termini, la questione è fondata.

5.1.– Il diritto al ne bis in idem, già considerato da una risalente giurisprudenza di questa Corte come immanente alle garanzie di cui agli artt. 24 e 111 Cost. (sentenza n. 200 del 2016 e numerosi precedenti ivi citati), trova esplicito riconoscimento, a livello internazionale, nell'art. 4, paragrafo 1, Prot. n. 7 CEDU, ove si prevede che «[n]essuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato».

5.1.1.– Come risulta evidente già in base al dato letterale di tale disposizione, la garanzia convenzionale in parola mira – lo si è già poc'anzi osservato – a tutelare l'imputato non solo contro la prospettiva dell'inflizione di una seconda pena, ma ancor prima contro la prospettiva

di subire un secondo processo per il medesimo fatto: e ciò a prescindere dall'esito del primo processo, che potrebbe anche essersi concluso con un'assoluzione. La ratio primaria della garanzia – declinata qui non quale principio “ordinamentale” a valenza oggettiva, funzionale alla certezza dei rapporti giuridici, ma quale diritto fondamentale della persona – è dunque quella di evitare l'ulteriore sofferenza, e i costi economici, determinati da un nuovo processo in relazione a fatti per i quali quella persona sia già stata giudicata.

Il *ne bis in idem* non si oppone, invece, alla possibilità che l'imputato sia sottoposto, in esito a un medesimo procedimento, a due o più sanzioni distinte per il medesimo fatto (ad esempio, a pene detentive, pecuniarie e interdittive), ferma la diversa garanzia rappresentata dalla proporzionalità della pena: garanzia, quest'ultima, fondata su basi giuridiche distinte da quelle su cui si fonda il diritto al *ne bis in idem* (in particolare, sugli artt. 3 e 27 Cost. a livello interno, e sull'art. 49, paragrafo 3, CDFUE a livello unionale).

5.1.2.– Come è noto, essenziali presupposti per l'operatività del *ne bis in idem* convenzionale sono:

- la sussistenza di un *idem factum*: presupposto che la giurisprudenza ormai costante della Corte EDU, a partire almeno dalla sentenza della grande camera del 10 febbraio 2009, *Zolotoukhine* contro Russia (paragrafi 79-84), identifica nei medesimi fatti materiali sui quali si fondano le due accuse penali, indipendentemente dalla loro eventuale diversa qualificazione giuridica;
- la sussistenza di una previa decisione, non importa se di condanna o di assoluzione, che concerna il merito della responsabilità penale dell'imputato e sia divenuta irrevocabile, non essendo più soggetta agli ordinari rimedi impugnatori (Corte EDU, sentenza *Zolotoukhine*, paragrafo 107);
- la sussistenza di un *bis*, ossia di un secondo procedimento o processo di carattere penale per quei medesimi fatti.

5.1.3.– Per quanto poi la lettera dell'art. 4 Prot. n. 7 CEDU enunci un divieto di «perseguire» o «punire» nuovamente taluno dell'ambito di «procedimenti penali» per un «reato», la costante giurisprudenza della Corte di Strasburgo afferma che tali concetti devono essere interpretati alla luce dei noti criteri *Engel*, da tempo utilizzati dalla Corte EDU per fissare il perimetro

applicativo della “materia penale” ai fini degli artt. 6 e 7 della Convenzione (sentenze Zolotoukhine, paragrafo 52; A e B contro Norvegia, paragrafi 105-107). Decisiva non è, dunque, la qualificazione della procedura e della sanzione come “penale” da parte dell’ordinamento nazionale, ma la sua natura sostanzialmente “punitiva” da apprezzarsi, appunto, sulla base dei criteri Engel.

D’altra parte, come già in varie occasioni rilevato da questa Corte (sentenze n. 145 del 2020, n. 222 del 2019, n. 43 del 2018), a partire almeno dalla citata pronuncia A e B contro Norvegia, la Corte EDU afferma che non necessariamente l’inizio o la prosecuzione di un secondo procedimento di carattere sostanzialmente punitivo in relazione a un fatto per il quale una persona sia già stata giudicata in via definitiva nell’ambito di un diverso procedimento, pure di carattere sostanzialmente punitivo, dà luogo a una violazione del ne bis in idem. Una tale violazione deve, infatti, essere esclusa allorché tra i due procedimenti vi sia una «connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta», così che essi rappresentino una risposta coerente e sostanzialmente unitaria al medesimo illecito (Corte EDU, sentenza A e B, paragrafo 130).

Al fine di verificare se una tale connessione sussista, la Corte, nella sentenza ora indicata, ha enunciato in particolare i criteri seguenti (paragrafo 132):

- se i diversi procedimenti perseguano scopi complementari e pertanto concernano diversi aspetti del comportamento illecito in questione;
- se la duplicità di procedimenti in conseguenza della stessa condotta sia prevedibile, in astratto e in concreto;
- se i due procedimenti siano condotti in modo da evitare, nella misura del possibile, ogni duplicazione nella raccolta e nella valutazione delle prove;
- se siano previsti meccanismi che consentano, nel secondo procedimento, di tenere in considerazione la sanzione eventualmente già inflitta nel primo procedimento, in modo da evitare che l’interessato sia sottoposto a un trattamento sanzionatorio complessivo eccessivamente gravoso.

La sentenza A e B ha altresì precisato, da un lato, che una violazione del ne bis in idem sarà tanto meno probabile quanto meno i procedimenti concorrenti comportino la stigmatizzazione

caratteristica del “nucleo duro” del diritto penale, e sarà invece tanto più probabile quanto più lo stesso procedimento formalmente “amministrativo” presenti connotati stigmatizzanti simili a quelli propri del processo penale in senso stretto (paragrafo 133); e, dall’altro, che anche allorché tra i due procedimenti sussista un nesso sostanziale sufficientemente stretto, una violazione del diritto convenzionale in parola potrebbe ugualmente verificarsi allorché difetti, in concreto, una sufficiente connessione cronologica tra gli stessi: requisito, quest’ultimo, funzionale a tutelare la persona contro una ingiustificatamente protratta situazione di incertezza circa la propria sorte (paragrafo 134).

Sulla base di questi criteri, la giurisprudenza della Corte EDU successiva alla sentenza A e B ha in numerose occasioni ravvisato violazioni dell’art. 4 Prot. n. 7 CEDU determinate dalla pendenza di un procedimento penale (in senso stretto) per fatti già oggetto di provvedimenti sanzionatori formalmente amministrativi, ma dalla ritenuta natura sostanzialmente punitiva, valorizzando di volta in volta l’assenza di una connessione temporale sufficientemente stretta tra i due procedimenti (sentenze 18 maggio 2017, Jóhannesson e altri contro Islanda; 16 aprile 2019, Bjarni Ármannsson contro Islanda; 6 giugno 2019, Nodet contro Francia), e/o l’assenza di una sufficiente connessione sostanziale tra i procedimenti, perseguendo gli stessi le medesime finalità e in considerazione dell’assenza di meccanismi che consentissero di evitare duplicazione delle prove nonché di tenere conto, nel secondo procedimento, delle sanzioni già irrogate (sentenze Nodet contro Francia, cit.; 21 luglio 2020, Velkov contro Bulgaria; 6 aprile 2021, Tsonyo Tsonev contro Bulgaria (n. 4); 31 agosto 2021, Milošević contro Croazia). La violazione è stata invece esclusa in altre occasioni, ove la Corte EDU ha negato la natura punitiva delle sanzioni già irrogate in sede di procedimento disciplinare nei confronti di un medico (decisione 29 settembre 2020, Faller e Steinmetz contro Francia), ovvero ha ritenuto che i due procedimenti avessero finalità distinta, l’uno sanzionando l’eccesso di velocità e l’altro la causazione colposa della morte di un pedone (sentenza 8 ottobre 2020, Bajčić contro Croazia).  
Conviene qui incidentalmente notare che ad approdi assai simili negli esiti a quelli, appena riassunti, della giurisprudenza di Strasburgo è pervenuta la Corte di giustizia dell’Unione europea sulla corrispondente garanzia apprestata dall’art. 50 CDFUE (grande sezione, sentenze

20 marzo 2018, *Garlsson Real Estate SA e altri, cit.*; in causa C-524/15, *Menci*; in cause C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e altri*).

5.2.– È dunque sulla base di questi criteri che deve vagliarsi la censura del rimettente, che investe – come si è detto (*supra*, punto 4) – lo specifico sistema di “doppio binario” sanzionatorio previsto dalla legislazione italiana in materia di protezione del diritto d’autore.

Al riguardo, non è inutile precisare in limine che tali criteri debbono essere qui declinati in relazione alla logica peculiare del giudizio innanzi a questa Corte, il cui compito non è quello di verificare la sussistenza di violazioni del diritto fondamentale in esame nel singolo caso concreto, bensì quello di stabilire se il meccanismo normativo disegnato dal legislatore sia tale da determinare violazioni di tale diritto fondamentale in un numero indeterminato di casi.

5.2.1.– La disciplina della legge n. 633 del 1941, nella versione oggi vigente, in materia di tutela del diritto d’autore è interamente costruita attorno a un sistema di “doppio binario” sanzionatorio, in cui le medesime condotte illecite in molti casi costituiscono, al tempo stesso, delitti e illeciti amministrativi.

In particolare, l’art. 171-ter della legge n. 633 del 1941 prevede oggi ai commi 1 e 2 una vasta gamma di fattispecie delittuose, punite con la pena della reclusione (da sei mesi a tre anni per le ipotesi del primo comma, e da uno a quattro anni per quelle del secondo comma) congiunta con la multa da euro 2.582 a euro 15.493.

Il parallelo art. 174-bis della medesima legge n. 633 del 1941, introdotto dall’art. 8, comma 1, della legge 18 agosto 2000, n. 248 (Nuove norme di tutela del diritto di autore), dispone che, «[f]erme le sanzioni penali applicabili, la violazione delle disposizioni previste nella presente sezione» – incluse, dunque, quelle di cui al precedente art. 171-ter – «è punita con la sanzione amministrativa pecuniaria pari al doppio del prezzo di mercato dell’opera o del supporto oggetto della violazione, in misura comunque non inferiore a euro 103,00. Se il prezzo non è facilmente determinabile, la violazione è punita con la sanzione amministrativa da euro 103,00 a euro 1032,00. La sanzione amministrativa si applica nella misura stabilita per ogni violazione e per ogni esemplare abusivamente duplicato o riprodotto».

Le due disposizioni – l’art. 171-ter e l’art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 – sanzionano dunque esattamente le medesime condotte materiali; e l’art. 174-bis stabilisce espressamente,

a scanso di ogni equivoco interpretativo, che le sanzioni amministrative da esso previste si applichino «[f]erme le sanzioni penali», indicando così l'inequivoca volontà del legislatore di cumulare in capo al medesimo trasgressore le due tipologie di sanzioni (così anche Corte di cassazione, sezione seconda civile, sentenza 18 dicembre 2017, n. 30319).

5.2.2.– La disciplina all'esame di questa Corte, pertanto, crea strutturalmente le condizioni perché uno stesso soggetto possa essere sanzionato, in sede penale e amministrativa, per la medesima condotta.

In effetti, il mero richiamo compiuto dall'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 alle «violazioni previste nella presente sezione», e dunque anche a quelle contemplate come delitto dall'art. 171-ter, rende gli ambiti dei due illeciti – quello amministrativo e quello penale – in larga misura sovrapponibili. Vero è che, sul piano dell'elemento psicologico, il delitto deve essere necessariamente qualificato dal dolo dell'agente, che non è viceversa necessario ai fini dell'integrazione del corrispondente illecito amministrativo. Tuttavia, rispetto all'area in cui i due illeciti si sovrappongono – rappresentata dall'insieme dei fatti materiali descritti dall'art. 171-ter in concreto commessi con dolo – le due disposizioni fanno sì che il loro autore sia sanzionato più volte per un idem factum: concetto, quest'ultimo, da apprezzarsi secondo il criterio riferito al medesimo accadimento storico e non alla sua qualificazione legale, che è costantemente adottato dalla giurisprudenza della Corte EDU a partire dalla poc'anzi menzionata sentenza Zolotoukhine, e che è del resto stato accolto in termini inequivoci anche dalla giurisprudenza di questa Corte (sentenza n. 200 del 2016).

La previsione di due distinte classi di sanzioni (l'una penale, l'altra amministrativa) per le medesime condotte comporta poi, altrettanto fisiologicamente, la prospettiva di più procedimenti sanzionatori che si sviluppino parallelamente o consecutivamente nei confronti del loro autore: l'uno condotto dal pubblico ministero, l'altro dal prefetto. Sicché, non appena uno di tali procedimenti giunga a conclusione attraverso l'adozione di una decisione definitiva sulla responsabilità (penale o amministrativa) dell'interessato, è altrettanto fisiologico che il procedimento ancora aperto – o ancora da iniziarsi – divenga un bis rispetto al procedimento già concluso ai fini della garanzia all'esame.

Né appare dubbia, a giudizio di questa Corte, la natura punitiva delle sanzioni amministrative previste dall'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 alla luce dei criteri Engel e della stessa giurisprudenza costituzionale, che tali criteri ha adottato e autonomamente sviluppato, a partire almeno dalla sentenza n. 196 del 2010 (da ultimo, sentenze n. 185 e n. 68 del 2021). La sanzione amministrativa pecuniaria prevista dall'art. 174-bis della legge n. 633 del 1941 è determinata di regola assumendo come base del calcolo il doppio del prezzo di mercato dell'opera o del supporto oggetto della violazione, moltiplicato per il numero di esemplari abusivamente duplicati o replicati, in modo da infliggere al trasgressore un sacrificio economico superiore al profitto ricavato dall'illecito. Ciò rende evidente la funzione accentuatamente dissuasiva della sanzione, come si evince dalla relazione al disegno di legge A.S. 1496, poi sfociato nella legge n. 248 del 2000 alla quale si dovette l'introduzione dell'art. 174-bis. In tale relazione si sottolinea come l'obiettivo perseguito dalla novella fosse quello di «incrementare il grado di dissuasività delle misure di contrasto» alle violazioni del diritto d'autore, attraverso sanzioni amministrative «che appaiono dotate di autonoma deterrenza in quanto rapidamente applicabili», «a prescindere [...] dai “benefici” che si possono ottenere in sede penale». Una finalità, dunque, in tutto e per tutto sovrapponibile a quella caratteristica delle sanzioni penali.

5.2.3.– Ciò posto, resta dunque soltanto da verificare, alla luce dei criteri enunciati dalla Corte EDU nella sentenza A e B contro Norvegia (supra, punto 5.1.3.), se i due procedimenti finalizzati all'irrogazione delle sanzioni – penali e amministrative, ma entrambe di natura punitiva – previste rispettivamente dagli artt. 171-ter e 174-bis della legge n. 633 del 1941 possano ritenersi avvinati da una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta, così che tali procedimenti appaiano come parti di un unico sistema integrato di tutela dei medesimi beni giuridici, insuscettibile di produrre effetti sproporzionati sui diritti fondamentali dell'interessato. Ove così fosse, il sistema di “doppio binario” disegnato dal legislatore non risulterebbe di per sé incompatibile con l'art. 4 Prot. n. 7 CEDU e, conseguentemente, con l'art. 117, primo comma, Cost.

Al riguardo, non c'è dubbio che il sistema normativo congegnato dalla legge n. 633 del 1941 consenta al destinatario dei suoi precetti di prevedere la possibilità di essere soggetto a due procedimenti distinti, e conseguentemente a due distinte classi di sanzioni.

Tuttavia, non può ritenersi che i due procedimenti perseguano scopi complementari, o concernano diversi aspetti del comportamento illecito. Quanto allo scopo perseguito dal legislatore mediante la sanzione amministrativa, si è già osservato come i lavori preparatori della legge n. 248 del 2000, che introdusse l'art. 174-bis nella legge n. 633 del 1941, dichiarino l'intenzione di potenziare l'efficacia generalpreventiva dei divieti già contenuti nella legge, compresi quelli per i quali erano già previste sanzioni penali: queste ultime anch'esse finalizzate, strutturalmente, a dissuadere potenziali autori dal commettere gli illeciti in parola. Quanto poi alla condotta sanzionata, si è parimenti sottolineato come i fatti puniti dagli artt. 171-ter e 174-bis della legge n. 633 del 1941 siano esattamente i medesimi, salvo che nell'ipotesi – verosimilmente di rilievo poco più che teorico, data la tipologia di illecito in questione – di condotte meramente colpose, rilevanti soltanto ai sensi della seconda disposizione. Nemmeno poi è previsto, come tipicamente avviene nella materia tributaria, un sistema di soglie in grado di selezionare le sole condotte che per la loro gravità appaiano meritevoli anche della sanzione penale.

Il sistema normativo non prevede, d'altra parte, alcun meccanismo atto a evitare duplicazioni nella raccolta e nella valutazione delle prove, e ad assicurare una ragionevole coordinazione temporale dei procedimenti. La giurisprudenza di legittimità ha anzi escluso, in mancanza di rapporto di pregiudizialità tra illecito penale e illecito amministrativo, l'operatività della clausola di connessione di cui all'art. 24 della legge n. 689 del 1981, che – ove applicabile – conferirebbe invece al giudice penale la competenza a irrogare anche la sanzione amministrativa (Cass., sentenza n. 30319 del 2017).

Né è previsto, infine, alcun meccanismo che consenta al giudice penale (ovvero all'autorità amministrativa in caso di formazione anticipata del giudicato penale) di tenere conto della sanzione già irrogata ai fini della commisurazione della pena, in modo da evitare che una medesima condotta sia punita in modo sproporzionato. La (severa) multa che il giudice penale è tenuto oggi a irrogare viene, infatti, semplicemente a sovrapporsi alla già gravosa sanzione pecuniaria amministrativa, senza che si possa discernere una qualsiasi autonomia di ratio, né alcun coordinamento funzionale, tra di esse.



Da tutto ciò discende che il sistema di “doppio binario” in esame non è normativamente congegnato in modo da assicurare che i due procedimenti sanzionatori previsti apprestino una risposta coerente e sostanzialmente unitaria agli illeciti in materia di violazioni del diritto d'autore, già penalmente sanzionati dall'art. 171-ter della legge n. 633 del 1941. I due procedimenti originano dalla medesima condotta, ma seguono poi percorsi autonomi, che non si intersecano né si coordinano reciprocamente in alcun modo, creando così inevitabilmente le condizioni per il verificarsi di violazioni sistemiche del diritto al ne bis in idem.

6.– A tali violazioni è possibile porre almeno parzialmente rimedio attraverso l'intervento sull'art. 649 cod. proc. pen. auspicato dal rimettente.

Più in particolare, tale disposizione deve essere dichiarata costituzionalmente illegittima nella parte in cui non prevede che il giudice pronunci sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere nei confronti di un imputato per uno dei delitti previsti dall'art. 171-ter della legge n. 633 del 1941 che, in relazione al medesimo fatto, sia già stato sottoposto a procedimento, definitivamente conclusosi, per l'illecito amministrativo di cui all'art. 174-bis della medesima legge.

7.– Questa Corte è, peraltro, consapevole che tale rimedio non è idoneo a evitare tutte le possibili violazioni del diritto al ne bis in idem fisiologicamente create dalla legge n. 633 del 1941, in particolare nell'ipotesi inversa in cui l'autore della violazione sia stato già definitivamente giudicato per uno dei delitti di cui all'art. 171-ter della legge, e sia successivamente sottoposto a procedimento amministrativo ai sensi dell'art. 174-bis.

Né il rimedio ora apprestato – pur necessario a evitare il prodursi di violazioni del diritto fondamentale nell'eventualità in cui il processo penale segua quello amministrativo – è idoneo di per sé a conferire razionalità complessiva al sistema, che consente comunque l'apertura di due procedimenti e il loro svolgimento parallelo, con conseguente duplicazione in capo all'interessato dei costi personali ed economici di cui si è detto.

Spetta dunque al legislatore rimodulare la disciplina in esame in modo da assicurare un adeguato coordinamento tra le sue previsioni procedimentali e sanzionatorie, nel quadro di un'auspicabile rimeditazione complessiva dei vigenti sistemi di doppio binario sanzionatorio alla luce dei principi enunciati dalla Corte EDU, dalla Corte di giustizia e da questa stessa Corte.

Per Questi Motivi

LA CORTE COSTITUZIONALE

dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 del codice di procedura penale, nella parte in cui non prevede che il giudice pronunci sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere nei confronti di un imputato per uno dei delitti previsti dall'art. 171-ter della legge 22 aprile 1941, n. 633 (Protezione del diritto d'autore e di altri diritti connessi al suo esercizio), che, in relazione al medesimo fatto, sia già stato sottoposto a procedimento, definitivamente conclusosi, per l'illecito amministrativo di cui all'art. 174-bis della medesima legge.

Così deciso in Roma, nella sede della Corte costituzionale, Palazzo della Consulta, il 10 maggio 2022.

**PRIORITÀ DEL GIUDIZIO COSTITUZIONALE E DISAPPLICAZIONE.  
IN MARGINE ALLA SENTENZA  
DELLA CORTE COSTITUZIONALE N. 149 DEL 2022\***

*(Priority of the Constitutional judgment and disapplication. In the margin to the judgment of the Constitutional Court n. 149 of 2022)*

**SOMMARIO:** 1. La sentenza della Corte costituzionale n. 149 del 2022. A) La questione sollevata in via prioritaria e l'eccezione d'inammissibilità della difesa erariale. – 2. *Segue.* B) La diretta applicabilità della Carta “non può essere di ostacolo” all’instaurazione del giudizio costituzionale. – 3. *Segue.* C) Le questioni di costituzionalità prospettate in via prioritaria devono essere scrutinate nel merito, “una volta sollevate”. – 4. Priorità del giudizio costituzionale come opzione preferenziale. – 4. L’adesione spontanea alla priorità del giudizio costituzionale. – 5. L’opzione opposta: la “prima parola” alla Corte di giustizia. – 6. Disapplicazione e controlimiti. “Quel che è sommamente improbabile è pur sempre possibile”.

1. La svolta impressa alla giurisprudenza costituzionale sulla doppia pregiudizialità dalla sentenza n. 269 del 2017 (*Ceramica Sant’Agostino*) si giustifica anche – secondo una condivisibile chiave di lettura – in considerazione delle preoccupazioni, avanzate da una parte della dottrina<sup>1</sup>, per la progressiva dilatazione, nella recente giurisprudenza sovranazionale, dell’area degli effetti diretti del diritto dell’Unione, cui fa riscontro sul piano interno una crescente propensione dei giudici comuni ad assecondare dinamiche espansive sul terreno della diretta azionabilità dei diritti sanciti dalla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea.

Si tratta di dinamiche pretorie subito preconizzate, all’indomani dell’entrata in vigore del Trattato di Lisbona, nonostante la “logica di prudente contenimento degli

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Si veda anzitutto A. Barbera, *La Carta dei diritti: per un dialogo fra la Corte italiana e la Corte di giustizia*, in *Rivistaaic.it*, n. 4/2017.

effetti” sottesa alle disposizioni generali della Carta ed emergente dalle relative spiegazioni<sup>2</sup>.

La sentenza n. 149 del 2022 affronta in modo esplicito, anche se non definitivo, alcuni problemi relativi ai rapporti tra non applicazione e giudizio incidentale di costituzionalità che la giurisprudenza successiva alla decisione “madre” n. 269 del 2017 lasciava in buona misura irrisolti<sup>3</sup>.

La pronuncia in epigrafe dichiara, per contrasto con il principio del *ne bis in idem*, l’illegittimità costituzionale del doppio binario sanzionatorio concernente l’*idem factum* costituito dalla “riproduzione abusiva e vendita di opere letterarie abusivamente riprodotte”, sanzionata dalla legge sulla protezione del diritto d’autore sia come fattispecie delittuosa, sia come illecito amministrativo<sup>4</sup>, in assenza di una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta ai sensi della giurisprudenza della Corte EDU<sup>5</sup>.

Il giudice *a quo* prospettava la questione di legittimità costituzionale dell’articolo 649 del codice di procedura penale, sul divieto di un secondo giudizio, in riferimento all’articolo 117, primo comma, della Costituzione, in relazione all’articolo 4 del Protocollo 7 alla CEDU, mentre la difesa erariale sollevava un’eccezione di inammissibilità fondata sull’articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea.

---

<sup>2</sup> G. F. Ferrari, *Le libertà. Profili comparatistici*, Torino, 2011, p. 293 ss.

<sup>3</sup> L’evoluzione giurisprudenziale richiamata è oggetto di analisi in G. Parodi, *Effetti diretti della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea e priorità del giudizio costituzionale*, in *Rivista AIC*, n. 4/2022.

<sup>4</sup> Più precisamente, Corte cost., sent. n. 149 del 2022, ha dichiarato l’illegittimità costituzionale “dell’art. 649 del codice di procedura penale, nella parte in cui non prevede che il giudice pronunci sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere nei confronti di un imputato per uno dei delitti previsti dall’art. 171-ter della legge 22 aprile 1941, n. 633 (Protezione del diritto d’autore e di altri diritti connessi al suo esercizio), che, in relazione al medesimo fatto, sia già stato sottoposto a procedimento, definitivamente conclusosi, per l’illecito amministrativo di cui all’art. 174-bis della medesima legge”.

<sup>5</sup> Cfr. Corte EDU, grande camera, sent. 15 novembre 2016, *A e B contro Norvegia*, par. 132, secondo la quale la legittimità di un secondo giudizio sullo stesso fatto dipende anche dalla sussistenza o meno di una «*close connection in substance and time*».

Come si premette nella motivazione della pronuncia, infatti, ad avviso dell'Avvocatura generale il "giudice rimettente avrebbe potuto fare applicazione dei principi elaborati dalla giurisprudenza di legittimità in materia di abusi di mercato, disapplicando totalmente o parzialmente le norme che definiscono il trattamento sanzionatorio per il delitto che viene in considerazione nel giudizio *a quo*, ove ciò sia necessario per ricondurre a proporzionalità il complessivo trattamento sanzionatorio irrogabile all'imputato. E ciò in forza di una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea".

Di qui la necessità per la Corte di chiarire i rapporti tra effetto diretto dell'articolo 50 della Carta europea (Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato) e incidente di costituzionalità, ai fini dello scrutinio di ammissibilità della questione sollevata.

2. *Prima facie*, nel rigettare l'eccezione di inammissibilità, la Corte sembra nella sostanza estendere ai rapporti tra non applicazione e incidente di costituzionalità lo stesso criterio di priorità preferenziale, ma non obbligatoria, del giudizio costituzionale già sperimentato con riferimento alla relazione diacronica tra quest'ultimo e il rinvio pregiudiziale, delineato nelle pronunce puntualmente richiamate nella sentenza n. 149 del 2022 e addotte a giustificazione dell'ammissibilità della questione<sup>6</sup>.

Si legge infatti – dopo un'attenta verifica dell'afferenza della fattispecie all'ambito di attuazione del diritto UE ai sensi dell'articolo 51 della Carta – che la diretta applicabilità dell'art. 50 CDFUE, ampiamente attestata dalla giurisprudenza sia unionale<sup>7</sup> che interna<sup>8</sup>, "*non può essere di ostacolo all'intervento di questa Corte, puntualmente*

---

<sup>6</sup> Punto 2.2.2. del Considerato in diritto.

<sup>7</sup> La sentenza n. 149 rinvia a Corte di giustizia, grande sezione, sentenza 20 marzo 2018, in causa C-537/16, *Garlsson Real Estate SA e altri*, causa C-537/16, paragrafo 66.

<sup>8</sup> Mette conto riportare un intero passaggio della sentenza: "la giurisprudenza di legittimità ha più volte riconosciuto, come giustamente rileva l'Avvocatura generale dello Stato, l'effetto diretto dell'art. 50

sollecitato dal giudice *a quo*<sup>9</sup>.

Tale precisazione non è associata ad alcuna esplicita indicazione in favore della discrezionalità del giudice comune in ordine alla scelta tra disapplicazione e incidente di costituzionalità.

D'altro canto, l'espressa affermazione, in sede di rigetto dell'eccezione sollevata dall'Avvocatura generale, dell'ammissibilità della questione, neppure implica, di per sé, l'obbligatoria priorità del giudizio costituzionale, che non è assunta a premessa del rigetto dell'eccezione d'inammissibilità.

La pronuncia sembra anzi discostarsi dalla linea di priorità necessaria del giudizio costituzionale inizialmente accreditata da *Ceramica Sant'Agostino*, secondo la prevalente interpretazione<sup>10</sup>.

---

CDFUE in procedimenti di opposizione alle sanzioni amministrative irrogate dalla Commissione nazionale per la società e la borsa (CONSOB) per fatti già giudicati in via definitiva dalla giurisdizione penale (Corte di cassazione, sezione seconda civile, sentenza 17 dicembre 2019, n. 33426; sezione seconda civile, sentenza 6 dicembre 2018, n. 31632; sezione quinta civile, sentenza 30 ottobre 2018, n. 27564), nonché in procedimenti penali relativi a fatti già oggetto di sanzioni irrogate in via definitiva dalla stessa CONSOB (Corte di cassazione, sezione quinta penale, sentenze 15 aprile 2019, n. 39999; 9 novembre 2018-5 febbraio 2019, n. 5679; 21 settembre 2018, n. 49869)".

<sup>9</sup> Punto 2.2.2. del *Considerato in diritto*, corsivo aggiunto. Del pari esplicito il passaggio successivo, che è necessario riportare per esteso: "Secondo un'ormai copiosa giurisprudenza costituzionale, l'eventuale effetto diretto negli ordinamenti degli Stati membri dei diritti riconosciuti dalla Carta (e delle norme di diritto derivato attuative di tali diritti) non rende inammissibili le questioni di legittimità costituzionale che denuncino il contrasto tra una disposizione di legge nazionale e quei medesimi diritti, i quali intersecano in larga misura i principi e i diritti garantiti dalla stessa Costituzione italiana. Questioni siffatte, *una volta sollevate*, debbono invece essere scrutinate nel merito da questa Corte, cui unicamente spetta il compito di dichiarare, con effetti *erga omnes*, l'illegittimità costituzionale delle disposizioni che risultassero contrarie alla Carta, in forza degli artt. 11 e 117, primo comma, Cost." (corsivo aggiunto).

<sup>10</sup> Cfr. A. Anzon Demmig, *Applicazioni virtuose della nuova "dottrina" sulla "doppia pregiudizialità" in tema di diritti fondamentali (in margine alle decisioni nn. 112 e 117/2019)*, in *Giur. cost.*, 2019, p. 1427; D. Gallo, *Efficacia diretta del diritto UE, procedimento pregiudiziale e corte costituzionale: una lettura congiunta delle sentenze n. 269/2017 e 115/2018*, in *Riv. AIC* n. 1/2019, p. 172, il quale tuttavia osserva che escludere in questi casi la disapplicazione immediata "a favore della rimessione alla Corte costituzionale ... produce un rallentamento nella tutela dei diritti"; F. Donati, *I principi del primato e dell'effetto diretto del diritto dell'Unione in un sistema di tutele concorrenti dei diritti fondamentali*, in *federalismi.it*, n. 12/2020, p. 111 s., il quale osserva come la Corte, "nelle sue ultime decisioni, parrebbe invece aver lasciato al giudice comune la scelta, in presenza di una norma che contrasta sia con la Costituzione sia con la CDFUE, se disapplicare la norma controversa, laddove ne sussistano i presupposti, ovvero sollevarne la questione di costituzionalità"; S. Leone, *Il regime della doppia pregiudizialità alla luce della sentenza n. 20 del 2019 della Corte costituzionale*, in *Riv.*

Nei passaggi sopra richiamati, la sentenza n. 149 potrebbe apparire orientata ad estendere all'ipotesi della disapplicazione in presenza di disposizioni della Carta provviste di effetto diretto la versione attenuata della priorità costituzionale risultante dalla giurisprudenza del periodo recente con riguardo alla precedenza da accordare in via preferenziale, ma non obbligatoria, al giudizio di costituzionalità sul rinvio pregiudiziale, alla quale, come si è detto, la pronuncia in esame rinvia.

Si è ricordato come, nel caso di specie, il rimettente avesse prospettato il dubbio di costituzionalità in riferimento al parametro interposto di fonte convenzionale, senza evocare disposizioni della CDFUE. Ma ciò non sposta i termini della questione relativa alla doppia pregiudizialità, come posta dalla difesa erariale, secondo la quale sarebbe stato necessario riconoscere la precedenza alla disapplicazione per contrasto con disposizioni della Carta dotate di effetto diretto<sup>11</sup>; mentre, dal punto di vista della Corte, l'evocazione della CEDU quale parametro interposto, come si legge nella motivazione, giustifica "a maggior ragione" il superamento dell'eccezione di inammissibilità, della quale la Corte sembra comunque escludere l'inconsistenza *ictu oculi*.

Pur confermando una rappresentazione non alternativa ma coordinata dei rimedi, nel solco della precedente giurisprudenza<sup>12</sup>, anche la sentenza n. 149 ribadisce

---

AIC n. 3/2019, p. 652 ss.; D. Tega, *La sentenza n. 269 del 2017 e il concorso di rimedi giurisdizionali costituzionali ed europei*, in *Forumcostituzionale.it*, 24 gennaio 2018, la quale a p. 2 osserva che la Corte "non nega, in teoria, che ai diritti sanciti dalla Carta di Nizza possano essere riconosciuti anche efficacia diretta, ricorrendone i presupposti; richiede, però, di essere interpellata, prima, per essere parte del processo interpretativo"; A. Amato, *Giudice comune europeo e applicazione diretta della Carta dei diritti fondamentali dell'UE: Corte di giustizia e Corte costituzionale a confronto*, in *Giur. cost.*, 2020, p. 463; Id., *Disapplicazione giudiziale della legge e Carta di Nizza*, Napoli, 2021, p. 153 ss.

<sup>11</sup> Nella giurisprudenza costituzionale si chiarisce che i casi di "doppia pregiudizialità" riguardano le "controversie che possono dare luogo a questioni di illegittimità costituzionale e, simultaneamente, a questioni di compatibilità con il diritto dell'Unione" (sentenze n. 269 del 2017 e n. 20 del 2019).

<sup>12</sup> In Corte cost., sent. n. 149 del 2022, si afferma che il rimedio della dichiarazione d'incostituzionalità non si sostituisce, ma "si aggiunge a quello rappresentato dalla disapplicazione nel singolo caso concreto, da parte del giudice comune, della disposizione contraria a una norma della Carta avente effetto diretto (sentenza n. 67 del 2022: «il sindacato accentrato di costituzionalità, configurato dall'art. 134 Cost., non è alternativo a un meccanismo diffuso di attuazione del diritto europeo»). E ciò in

in ogni caso il valore aggiunto del controllo di costituzionalità, ravvisato nell'efficacia *erga omnes* della pronuncia di accoglimento, "tanto più essenziale in una materia, come quella penale, dominata dal principio di stretta legalità"<sup>13</sup>.

Occorre aggiungere che, come si è visto<sup>14</sup>, la pronuncia in esame contiene un riferimento alla precedente sentenza n. 67 del 2022, nella quale, tuttavia, per un verso non venivano in rilievo profili di contrasto con la CDFUE; per altro verso, l'effetto diretto del diritto derivato dell'Unione aveva, in quel caso, determinato l'inammissibilità della questione secondo il tradizionale paradigma della doppia pregiudizialità<sup>15</sup>. Nella sentenza n. 149, è per contro esplicita l'affermazione della sua ammissibilità, pur in presenza di disposizioni della Carta dotate di effetto diretto.

Non è chiaro se il precedente richiamato – nella parte in cui avverte che "il sindacato accentrato di costituzionalità ... non è alternativo a un meccanismo diffuso di attuazione del diritto europeo" – esprima un'indicazione non preclusiva in via assoluta dell'immediata disapplicazione del diritto interno contrario alla Carta, invece esclusa,

---

un'ottica di arricchimento degli strumenti di tutela dei diritti fondamentali che, «per definizione, esclude ogni preclusione» (ancora, sentenza n. 20 del 2019), e che vede tanto il giudice comune quanto questa Corte impegnati a dare attuazione al diritto dell'Unione europea nell'ordinamento italiano, ciascuno con i propri strumenti e ciascuno nell'ambito delle rispettive competenze" (corsivo non testuale).

<sup>13</sup> A proposito della richiamata rappresentazione non alternativa ma coordinata dei rimedi, occorre osservare che l'incidente di costituzionalità non si sostituisce ma si aggiunge alla disapplicazione solo nel caso in cui la Corte costituzionale non addivenga ad una dichiarazione d'incostituzionalità della disposizione e pronunci invece l'inammissibilità o la non fondatezza della questione, eventualmente, in quest'ultimo caso, in riferimento ad un principio costituzionale di contenuto omogeneo ad una previsione della Carta dotata di effetto diretto, che poi, nel giudizio *a quo*, a séguito di riassunzione, potrebbe determinare la disapplicazione del diritto interno.

<sup>14</sup> V. il passaggio riportato alla nota precedente.

<sup>15</sup> Appare utile ricordare la perentorietà di alcuni passaggi della sent. n. 67 del 2022, pur insuscettibile, a rigore, di essere riferita alla CDFUE: "Il principio del primato del diritto dell'Unione e l'art. 4, paragrafi 2 e 3, TUE costituiscono dunque l'architrave su cui poggia la comunità di corti nazionali, tenute insieme da convergenti diritti e obblighi. Questa Corte, ha costantemente affermato tale principio, valorizzandone gli effetti propulsivi nei confronti dell'ordinamento interno. In tale sistema il sindacato accentrato di costituzionalità, configurato dall'art. 134 Cost., non è alternativo a un meccanismo diffuso di attuazione del diritto europeo (sentenza n. 269 del 2017, punti 5.2 e 5.3 del Considerato; sentenza n. 117 del 2019, punto 2 del Considerato), ma con esso confluisce nella costruzione di tutele sempre più integrate".



secondo la lettura prevalente già richiamata<sup>16</sup>, dalla sentenza n. 269 del 2017 (pur evocata dalla sentenza n. 67 del 2022), se non una volta definito l'incidente di costituzionalità e solo a certe condizioni<sup>17</sup>.

3. Pur non trattandosi di un'inferenza logica, se le questioni di costituzionalità prospettate in via prioritaria devono essere scrutinate nel merito "una volta sollevate" – alla luce dei richiami alla recente giurisprudenza che, almeno di fatto, rimette al giudice comune la scelta circa la precedenza da assegnare all'incidente di costituzionalità sul rinvio pregiudiziale – si potrebbe supporre che la Corte non ritenga preclusa in radice (vale a dire, vietata) l'opzione della non applicazione *de plano*.

L'implicita ammissione di quest'ultima, nonostante la sovrapposizione di parametri di contenuto materialmente costituzionale, non va tuttavia dissociata dall'esplicita e antitetica indicazione, rivolta ai giudici comuni, di privilegiare l'incidente di costituzionalità (peraltro in termini estensivi, menzionando la sentenza n. 149 anche il caso di contrasto con "norme di diritto derivato attuative di tali diritti"). Nel confermare la piena ammissibilità di tali questioni, la Corte ribadisce infatti il vantaggio derivante dall'instaurazione del giudizio incidentale, che può condurre all'eliminazione con efficacia generale delle disposizioni interne in contrasto con la Carta.

Sebbene il Giudice costituzionale teorizzi apertamente, come si è visto, una piena sinergia con i giudici comuni sul terreno della doppia pregiudizialità, essi, di fatto, rimangono nondimeno arbitri della sequenza degli adempimenti, dovendo di volta in volta valutare se attribuire la priorità al rinvio pregiudiziale, ove necessario; alla

---

<sup>16</sup> *Supra*, nota 10.

<sup>17</sup> Si allude al passaggio della sentenza n. 269 del 2017 – che sul punto richiama non del tutto testualmente alcuni passaggi delle sentenze *Melki* e *A c. B* – nel quale si legge che rimane fermo il potere dei giudici comuni "di disapplicare, *al termine* del giudizio incidentale di legittimità costituzionale, la disposizione legislativa nazionale in questione che abbia superato il vaglio di costituzionalità, ove, *per altri profili*, la ritengano contraria al diritto dell'Unione" (corsivo non testuale).

disapplicazione *omisso medio*; ovvero all'incidente di costituzionalità.

Si tratta di comprendere se la sentenza n. 149 del 2022 sia destinata ad imprimere una svolta, per così dire, facoltizzante alla giurisprudenza costituzionale in tema di doppia pregiudizialità, estesa ai rapporti tra disapplicazione e instaurazione del giudizio costituzionale, quanto meno sul piano della consapevolezza o della presa d'atto dell'impossibilità di imporre un comportamento processuale di per sé, come si è detto, non coercibile; o se la sentenza n. 149 del 2022, pronunciata "nei limiti dell'impugnazione"<sup>18</sup>, debba ritenersi circoscritta alla fattispecie del doppio binario sanzionatorio previsto dalla disciplina ormai dichiarata costituzionalmente illegittima e non più idonea, quindi, a produrre effetti di legittimazione del giudice comune che voglia "fare da sé"<sup>19</sup>.

Si potrebbe forse, meno restrittivamente, limitare il prudente apprezzamento del giudice comune in ordine alla scelta tra giudizio costituzionale e disapplicazione ai casi nei quali, in materia sanzionatoria, s'imponga uno scrutinio – in ipotesi, anche diffuso – destinato, a séguito dell'accertamento del contrasto con il parametro sovranazionale, ad operare *in bonam partem*, o *in mitius*<sup>20</sup>, ciò che, tuttavia, non sembra pienamente armonizzarsi con il passaggio della sentenza nel quale l'efficacia *erga omnes* della pronuncia di accoglimento si considera "tanto più essenziale in una materia, come quella penale, dominata dal principio di stretta legalità".

Si tratta di ipotesi del tutto provvisorie di contenimento degli effetti di ulteriore relativizzazione della priorità del giudizio costituzionale – ascrivibili alla sentenza n. 149 o comunque derivanti dalla stessa, nella lettura che ne faranno i giudici comuni – che

---

<sup>18</sup> L'evocazione dell'art. 27 della legge n. 87 del 1953 è naturalmente atecnica, trattandosi in queste pagine non già dell'oggetto della declaratoria d'incostituzionalità, ma di un profilo di ammissibilità.

<sup>19</sup> Per una argomentata interpretazione restrittiva della portata della sent. n. 149 del 2022 cfr. R. Rudoni, *Ancora a proposito di giurisdizione costituzionale, cumuli punitivi eterogenei e ne bis in idem (riflessioni a partire da Corte cost., sent. n. 149/2022 relativamente al 'doppio binario' in materia di diritto d'autore)*, in *Nomos*, n. 2/2022.

<sup>20</sup> La stessa sent. n. 149 ricorda con ampiezza di riferimenti che la disciplina sovranazionale sul diritto al *ne bis in idem* di cui all'articolo 50 CDFUE è oggetto di numerose sentenze della Cassazione penale e civile in materia di abusi di mercato che ad essa riconoscono effetto diretto.

solo la futura giurisprudenza costituzionale potrà precisare.

4. Sembra plausibile supporre che l'indicazione impartita nella sentenza n. 269 del 2017, nella parte relativa alla priorità dell'incidente di costituzionalità, sia stata superata, nella sua iniziale assolutezza, non tanto per la resistenza della Corte di giustizia, che anzi aveva già mostrato di tollerare tale priorità, seppure a certe condizioni<sup>21</sup>, quanto, più che altro, in considerazione della non facile coercibilità della condotta processuale dei giudici comuni, nei cui confronti la Corte non ha strumenti idonei a rendere cogente il carattere prioritario della questione di legittimità costituzionale, né in rapporto al rinvio pregiudiziale, né, ricorrendone i presupposti, rispetto alla disapplicazione *de plano*.

Quand'anche, in assenza di una disciplina legislativa analoga a quella contenuta nella legge organica francese sulla *question prioritaire de constitutionnalité*<sup>22</sup>, si ammettesse l'elaborazione in via pretoria di una regola processuale di priorità costituzionale in sede di instaurazione del giudizio incidentale, tale regola non sarebbe "giustiziabile" neppure a fronte di un'istanza di parte disattesa dal giudice.

L'articolo 24 della legge n. 87 del 1953, nella parte in cui prevede che l'eccezione

---

<sup>21</sup> Cfr. Corte di giustizia UE, sentenza 22 giugno 2010, C-188/10 e C-189/10, *Melki e Abdeli*; sentenza 11 settembre 2014, C-112/13, *A c. B e altri*. Di recente, la Corte di giustizia, sentenza 24 ottobre 2018, C-234/17, *XC YB ZA*, spec. punti 44 e 45, ha più esplicitamente riferito anche alla CDFUE il principio del primato in tutte le sue implicazioni, riproponendone in termini ancora più rigorosi i tradizionali corollari e ribadendo, nel solco tracciato dalla sentenza *Simmenthal*, che il potere di disapplicazione della disciplina interna va esercitato dal giudice nazionale, ricorrendone i presupposti, "senza chiedere né attendere la previa soppressione di tale disposizione nazionale per via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale". Su quest'ultima decisione cfr. A. Ruggeri, *Colpi di fioretto della Corte dell'Unione al corpo della Consulta, dopo la 269 del 2017 (a prima lettura della sentenza della Grande Sez., 24 ottobre 2018, C-234/17, XC, YB e ZA c. Austria, in Rivista di Diritti comparati*, n. 3/2018, p. 99 ss.

<sup>22</sup> A norma della *Loi organique n° 2009-1523 du 10 décembre 2009 relative à l'application de l'article 61-1 de la Constitution*, "In ogni caso, il giudice, quando è investito di motivi che contestano la conformità di una disposizione legislativa, da un lato, con i diritti e le libertà garantiti dalla Costituzione e, dall'altro, con gli obblighi internazionali della Francia, deve pronunciarsi in via prioritaria sulla trasmissione della questione di legittimità costituzionale al *Conseil d'État* o alla *Cour de cassation*".

di illegittimità costituzionale può essere riproposta all'inizio di ogni grado ulteriore del processo, comporta infatti, secondo l'esegesi preferibile, che l'ordinanza con cui l'eccezione sia stata rigettata non sia impugnabile, né reclamabile<sup>23</sup>.

Si è visto peraltro che, mentre dalla giurisprudenza costituzionale emerge in termini abbastanza univoci un atteggiamento di cedevolezza rispetto alla sequenza temporale preferibile delle due pregiudiziali, meno esplicita sembra la posizione della Corte sulla priorità del giudizio costituzionale in caso di contrasto tra diritto interno e disposizioni della Carta suscettibili di applicazione diretta, senza necessità di previo rinvio pregiudiziale, eventualmente sulla scorta della pregressa giurisprudenza sovranazionale<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Cfr. G. Amoroso, G. Parodi, *Il giudizio costituzionale*, Milano, 2020, p. 155.

<sup>24</sup> Da ultimo, in tema di proporzionalità delle sanzioni penali, cfr. Corte di giustizia, sentenza 8 marzo 2022, C-205/20, *NE contro Bezirkshauptmannschaft Hartberg-Fürstenfeld*, spec. punto 31: “[...] occorre rammentare che il rispetto del principio di proporzionalità, che costituisce un principio generale del diritto dell’Unione, si impone agli Stati membri nell’attuazione di tale diritto, anche in assenza di armonizzazione della normativa dell’Unione nel settore delle sanzioni applicabili [...]. Qualora, nell’ambito di una siffatta attuazione, gli Stati membri adottino sanzioni aventi carattere più specificamente penale, essi sono tenuti ad osservare l’articolo 49, paragrafo 3, della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea [...], a norma del quale le pene inflitte non devono essere sproporzionate rispetto al reato. Orbene, detto principio di proporzionalità, che l’articolo 20 della direttiva 2014/67 si limita a richiamare, presenta carattere imperativo”.

Riconoscono effetti diretti a disposizioni della Carta anche Corte di giustizia, sentenza 17 aprile 2018, C-414/16, *Egenberger*, in materia di discriminazioni fondate sulla religione ai sensi dell’art. 21, par. 1, CDFUE; sentenza 6 novembre 2018, C-684/16, *Max-Planck-Gesellschaft* e sentenza 6 novembre 2018, cause riunite C-569/16 e C-570/16, *Stadt Wuppertal c. Maria Elisabeth Bauer e Volker Willmeroth c. Martina Broßonn*, in tema di ferie annuali retribuite ai sensi dell’articolo 31, par. 2, CDFUE. Secondo quest’ultima decisione, l’obbligo di disapplicare la normativa nazionale “grava sul giudice nazionale sulla base dell’articolo 7 della direttiva 2003/88 e dell’articolo 31, paragrafo 2, della Carta dei diritti fondamentali se detta controversia intercorre tra un ... successore e un datore di lavoro che riveste la qualità di autorità pubblica, e *sulla base della seconda di queste disposizioni* se la controversia ha luogo tra il successore e un datore di lavoro che ha la qualità di privato”.

In tema di diritto all’oblio cfr. Corte di giustizia, sentenza 13 maggio 2014, C-131/12, *Google Spain SL, Google Inc. c. Agencia Española de Protección de Datos (AEPD), Mario Costeja González*, la quale, nella lettura di alcuni commentatori – ad esempio, O. Pollicino, *L’efficacia orizzontale dei diritti fondamentali previsti dalla Carta. La giurisprudenza della Corte di giustizia in materia di digital privacy come osservatorio privilegiato*, in *medialaws.eu*, n. 3/2018, p. 152 ss. – riconoscerebbe efficacia diretta orizzontale agli articoli 7 e 8 della CDFUE.

In Corte di giustizia, sentenza 15 gennaio 2014, C-176/12, *Association de médiation sociale*, par. 48, si afferma invece, escludendone l’effetto orizzontale, che “l’articolo 27 della Carta non può, in quanto tale, essere invocato in una controversia ... al fine di concludere che la norma nazionale non conforme alla direttiva 2002/14 deve essere disapplicata”.

È del resto evidente la maggiore delicatezza di un approccio facoltizzante orientato ad una, seppure parziale, diffusione del controllo di costituzionalità in riferimento alle disposizioni della Carta, senza il tramite della Corte di giustizia chiamata a pronunciarsi in via pregiudiziale nel corso del procedimento; mentre la precedenza accordata al rinvio pregiudiziale, secondo la logica della priorità attenuata, o preferenziale, consentirebbe, quanto meno, di contestualizzare l'eventuale disapplicazione, sintonizzandola sul caso concreto sotto la guida della Corte di giustizia.

5. Quanto precede consente di proporre alcune considerazioni di sintesi con riguardo alle concrete prospettive di contenimento – tramite adesione spontanea alla logica della priorità del giudizio costituzionale – del sindacato diffuso di compatibilità con la CDFUE, in via di progressivo allargamento<sup>25</sup>, da ultimo esteso dalla Corte di giustizia, in termini apparentemente pervasivi, alla proporzionalità delle sanzioni penali<sup>26</sup> e, si ritiene, punitive<sup>27</sup>.

Occorre a tale proposito considerare i diversi scenari nei quali la non applicazione

---

Di tenore analogo Corte di giustizia, sentenza 24 maggio 2014, C-356/12, *Glatzel*, pronunciata su rinvio pregiudiziale di validità, nella quale, al punto 78, si conclude che “sebbene l’articolo 26 della Carta prescriva ... all’Unione di rispettare e riconoscere il diritto dei disabili di beneficiare di misure di inserimento, il principio così consacrato non implica che il legislatore dell’Unione sia tenuto ad adottare questa o quella misura particolare. Affinché produca pienamente effetti, l’articolo deve essere concretizzato da disposizioni del diritto dell’Unione o del diritto nazionale. Esso non può, quindi, conferire di per sé ai singoli un diritto soggettivo autonomamente azionabile (v. in tal senso, riguardo all’articolo 27 della Carta, sentenza *Association de médiation sociale*, C-176/12, EU:C:2014:2, punti 45 e 47)”.

<sup>25</sup> Argomentate e condivisibili preoccupazioni per tale allargamento sono state espresse, tra gli altri, da A. Barbera, *La Carta dei diritti: per un dialogo fra la Corte italiana e la Corte di giustizia*, cit.; R. Bin, *Chi è il giudice dei diritti? Il modello costituzionale e alcune deviazioni*, in *rivistaaic.it*, n. 4/2018, p. 640 s.; G. Sorrenti, *CDFUE e rapporti inter privatos ovvero “L’essenziale è invisibile agli occhi”?* (ancora sulla doppia pregiudizialità ... passando per *Saint Exupery*), in *Consulta online*, 2021, spec. p. 8 ss.

<sup>26</sup> Corte di giustizia, sentenza 8 marzo 2022, C-205/20, *NE contro Bezirkshauptmannschaft Hartberg-Fürstenfeld*, già citata.

<sup>27</sup> F. Viganò, *La proporzionalità della pena tra diritto costituzionale italiano e diritto dell’Unione europea: sull’effetto diretto dell’art. 49, paragrafo 3, della Carta alla luce di una recentissima sentenza della Corte di giustizia. Note a Corte di giustizia UE, Grande Sezione, sent. 8 marzo 2022, C-205/20, NE*, in *Sistema Penale*, 2022, p. 15 ss.

per contrasto con la Carta europea si può presentare.

Pare sin d'ora possibile anticipare che, in caso di adesione del giudice al *modus operandi* preferito dalla Corte costituzionale, quest'ultima riacquista un pieno diritto di parola, rompendo l'isolamento senza tuttavia poter precludere un successivo sindacato diffuso di compatibilità con la CDFUE, orientato dal diritto pretorio di origine sovranazionale.

Infatti, quand'anche nel caso singolo si affermasse la priorità del giudizio costituzionale rispetto alla disapplicazione – come ancora da ultimo ipotizzato in sede di commento alla sentenza della Corte di giustizia sull'effetto diretto dell'art. 49, par. 3, CDFUE<sup>28</sup> – l'eventualità di un sindacato diffuso sarebbe solo rinviata, giacché, dopo la pronuncia della Corte costituzionale, rimarrebbe aperta, ad eccezione del caso di accoglimento non interpretativo della questione<sup>29</sup> e salvo il ricorso ai controlimiti, quanto meno la possibilità del rinvio pregiudiziale, con possibile successiva riattivazione del “meccanismo diffuso di attuazione del diritto europeo”<sup>30</sup>.

Per quanto riguarda la possibilità, in presenza dei necessari presupposti, di procedere alla disapplicazione pur a séguito di una pronuncia di rigetto del Giudice costituzionale, in un'ottica di “concorso di rimedi giurisdizionali”<sup>31</sup>, la sentenza n. 269 del 2017 l'aveva espressamente ammessa limitatamente all'ipotesi in cui la disciplina interna previamente scrutinata dalla Corte costituzionale fosse stata ritenuta contraria al diritto dell'Unione “*per altri profili*”.

Una volta caduta, nella giurisprudenza successiva, tale controversa limitazione, potrebbe accadere che il giudice – previo rinvio pregiudiziale o eventualmente nel solco di precedenti interpretazioni della Corte di Lussemburgo – si risolva a non applicare la

---

<sup>28</sup> F. Viganò, *Op. cit.*, p. 17 ss.

<sup>29</sup> Sul punto, A. Anzon Demmig, *Applicazioni virtuose della nuova “dottrina” sulla “doppia pregiudizialità” in tema di diritti fondamentali (in margine alle decisioni nn. 112 e 117/2019)*, in *Giur. cost.*, 2019, p. 1427.

<sup>30</sup> Corte cost., sentenze n. 67 e 149 del 2022.

<sup>31</sup> Corte cost., sentt. n. 269 del 2017, punto 5.2., e n. 19 del 2020, punto 2.3.

disciplina interna ritenendola incompatibile con una previsione della Carta provvista di effetto diretto di contenuto omogeneo al parametro costituzionale del quale la Corte costituzionale, investita nel corso del medesimo giudizio comune, abbia invece escluso la violazione, come sembra ammettere la giurisprudenza costituzionale successiva a *Ceramica Sant'Agostino*<sup>32</sup>.

In presenza di un siffatto disallineamento, diversamente dall'ipotesi di caducazione della disposizione interna ad opera della Corte costituzionale, la questione prioritaria di costituzionalità rischia di trasformarsi in un mero diritto di tribuna.

6. Nel caso in cui il giudice comune abbia, come la giurisprudenza costituzionale non gli impedisce di fare, dato la “prima parola” alla Corte di giustizia<sup>33</sup>, la successiva percorribilità – in riferimento agli stessi profili – dell'incidente di costituzionalità in luogo della disapplicazione eventualmente richiesta dalla pronuncia pregiudiziale sarebbe piuttosto impervia per almeno due ragioni.

In primo luogo, il “tradizionale” profilo di irrilevanza della questione risulterebbe più difficilmente superabile in presenza di una previa (e non già semplicemente eventuale) pronuncia della Corte di giustizia dichiarativa dell'effetto diretto nel giudizio principale.

In secondo luogo, in presenza di una sentenza del Giudice dell'Unione già pronunciata nell'ambito del procedimento in corso, apparirebbe più evidente la contrarietà dell'incidente di costituzionalità – pur promosso al fine di pervenire

---

<sup>32</sup> In Corte cost., sent. n. 19 del 2020, punto 4.3., si ribadisce “il potere del giudice comune di procedere egli stesso al rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia UE, anche dopo il giudizio incidentale di legittimità costituzionale, e – ricorrendone i presupposti – di non applicare, nella fattispecie concreta sottoposta al suo esame, la disposizione nazionale in contrasto con i diritti sanciti dalla Carta”.

<sup>33</sup> Il coinvolgimento prioritario del giudice sovranazionale non può essere precluso, come osserva con particolare nettezza A. Ruggeri, *La Consulta e il tiro alla fune con gli altri giudici*, in *Rivista del Gruppo di Pisa*, 2019, p. 11, “laddove il giudice abbia appunto bisogno di ricevere lumi dalla Corte dell'Unione”.

all'annullamento con effetti *erga omnes* della disciplina interna – alla giurisprudenza comunitaria che, a partire dalla sentenza *Simmenthal*, non ammette che la risoluzione dell'antinomia sia affidata ad un'autorità giurisdizionale diversa da quella adita<sup>34</sup>.

Quest'ultima è stata infatti espressamente e puntualmente “abilitata”, se non obbligata, a disapplicare il diritto interno dalla Corte di Lussemburgo, sollecitata in via pregiudiziale nel corso del medesimo procedimento che deve essere definito.

Volendo considerare un'ipotesi residuale, l'incidente di costituzionalità potrebbe trovare apparente giustificazione nell'interesse a dichiarare, con effetti *erga omnes*, l'illegittimità della disciplina interna che conservi una perdurante applicabilità al di fuori del campo di applicazione del diritto dell'Unione<sup>35</sup>, in contrasto con un parametro costituzionale corrispondente a quello sovranazionale ritenuto violato dalla Corte di giustizia.

Si tratta tuttavia di un'ipotesi di scuola, perché l'effetto diretto di una disposizione della Carta decretato dalla Corte di giustizia nel corso di un procedimento giurisdizionale presuppone, in linea di principio, la riconducibilità della fattispecie concreta al campo di applicazione del diritto dell'Unione, peraltro inteso in senso ampio<sup>36</sup>, e, di conseguenza, l'irrilevanza, nell'ambito del medesimo procedimento, della questione relativa a disposizioni nazionali applicabili a fattispecie non comunitarie; a meno che, come non di rado accade, la Corte dell'Unione non abbia delegato al giudice

---

<sup>34</sup> Corte di giustizia, sentenza 9 marzo 1978, in causa 106/77, Amministrazione delle finanze dello Stato.

<sup>35</sup> Cfr. art. 51, par. 1, primo periodo, CDFUE: “Le disposizioni della presente Carta si applicano alle istituzioni, organi e organismi dell'Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà, *come pure agli Stati membri esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione*” (corsivo non testuale).

<sup>36</sup> Sulla nozione di “attuazione del diritto dell'Unione”, dilatata dalla giurisprudenza soprattutto a partire dalla citata sentenza 26 febbraio 2013, C-617/10, *Åklagaren c. Åkerberg Fransson*, si rinvia, anche per ulteriori riferimenti, a N. Lazzarini, *La Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. I limiti di applicazione*, Milano, 2018, p. 183 ss., la quale analizza l'interpretazione estensiva della nozione, al di là del significato comune di applicazione o trasposizione del diritto dell'Unione; l'ambito di applicazione della Carta si estende infatti, come si documenta diffusamente alle p. 213 ss., all'adempimento di obblighi derivanti dal diritto dell'Unione, alle connesse norme procedurali e sanzionatorie, all'esercizio di poteri discrezionali previsti dal diritto UE.



del processo principale la verifica di un presupposto di applicabilità del diritto UE<sup>37</sup>.

Tale frangente impone al giudice *a quo* di procedere, in conformità alle indicazioni contenute nella sentenza pronunciata su rinvio pregiudiziale, ad una ulteriore verifica dell'inerenza della fattispecie al campo di applicazione del diritto dell'Unione, in esito alla quale è possibile procedere, secondo le indicazioni della Corte di giustizia, alla disapplicazione del diritto interno contrario alla Carta o, in alternativa, ricorrendone i presupposti, alla prospettazione di un dubbio di costituzionalità in riferimento al parametro costituzionale "omogeneo". Non è peraltro del tutto escluso che, a tal fine, si renda necessario un nuovo rinvio pregiudiziale<sup>38</sup>.

Si tratta tuttavia di scenari residuali estranei all'oggetto di queste pagine, come anche l'ulteriore ipotesi della questione di legittimità costituzionale pacificamente ammissibile ove sollevata in relazione a disposizioni di diritto dell'Unione sprovviste di effetto diretto. Anche in quest'ultimo caso, come ancora di recente chiarito dalla Corte costituzionale, l'accertamento dell'inerenza al campo di applicazione è condizione di ammissibilità della questione incidentale sollevata in riferimento al parametro

---

<sup>37</sup> Cfr. ad esempio Corte di giustizia, sentenza 14 luglio 2016, C-458/14 e C-67/15, *Promoimpresa*, la quale tra l'altro statuisce che "L'articolo 49 TFUE deve essere interpretato nel senso che osta a una normativa nazionale, come quella di cui ai procedimenti principali, che consente una proroga automatica delle concessioni demaniali pubbliche in essere per attività turistico-ricreative, *nei limiti in cui tali concessioni presentano un interesse transfrontaliero certo*", il cui accertamento viene affidato al giudice nazionale.

<sup>38</sup> La reiterazione del rinvio pregiudiziale non è esclusa dalla giurisprudenza, neppure nell'ambito del medesimo procedimento, come ancora da ultimo ha chiarito la Corte di giustizia, sentenza 7 luglio 2022, C-261/21, *F. Hoffmann-La Roche Ltd e altri contro AGCM*, punto 55: "Per quanto i giudici nazionali possano, in virtù della cooperazione tra gli organi giurisdizionali nazionali e la Corte istituita dall'articolo 267 TFUE, rivolgersi nuovamente alla Corte prima di dirimere la controversia di cui sono investiti, al fine di ottenere ulteriori chiarimenti sull'interpretazione del diritto dell'Unione fornita dalla Corte (v., in tal senso, sentenza del 6 ottobre 2021, *Consorzio Italian Management e Catania Multiservizi*, C-561/19, EU:C:2021:799, punto 38 e giurisprudenza ivi citata), tale disposizione non può, tuttavia, essere interpretata nel senso che un organo giurisdizionale nazionale possa proporre alla Corte una domanda di pronuncia pregiudiziale volta a chiarire se detto organo giurisdizionale nazionale abbia correttamente applicato al procedimento principale l'interpretazione fornita dalla Corte in risposta a una domanda di pronuncia pregiudiziale da esso precedentemente sottoposta nello stesso procedimento".

sovranaZIONALE interposto<sup>39</sup>.

7. In conclusione, ove il giudice *a quo* si adegui all'indicazione della priorità costituzionale, i vantaggi attesi sembrano essere i seguenti: viene offerta al Giudice costituzionale la possibilità di dichiarare, prima dell'eventuale intervento della Corte di giustizia, l'illegittimità costituzionale della legge in contrasto con la Carta e, o, con la Costituzione, con efficacia *erga omnes* (si limita il sindacato diffuso eterodiretto<sup>40</sup>; "se ne giovano la certezza del diritto e la stabilità dei rapporti giuridici"<sup>41</sup>); viene dischiuso al Giudice costituzionale un possibile canale di interlocuzione con la Corte di giustizia, per contribuire (secondo un assunto peraltro non unanimemente condiviso) all'interpretazione della Carta in conformità alle tradizioni costituzionali comuni e, soprattutto, per prospettare in anticipo eventuali profili di interferenza con i principi fondamentali dell'ordinamento costituzionale<sup>42</sup>.

Si tratta, come si è detto, di un duplice vantaggio (non trascurabile, ma)

---

<sup>39</sup> In Corte cost., sent. n. 33 del 2021, punto 4 del *Considerato in diritto*, si legge: "Deve invece essere dichiarata, d'ufficio, l'inammissibilità della questione formulata dal giudice *a quo* in riferimento all'art. 117, primo comma, Cost. in relazione all'art. 24 CDFUE, non avendo la Sezione rimettente motivato sulla sua riconducibilità all'ambito di applicazione del diritto dell'Unione europea ai sensi dell'art. 51 CDFUE, ciò che condiziona la stessa applicabilità delle norme della Carta (*ex multis*, sentenze n. 190 del 2020, n. 279 del 2019, n. 37 del 2019). Il che non esclude, naturalmente, che le norme della Carta possano essere comunque tenute in considerazione come criteri interpretativi degli altri parametri, costituzionali e internazionali, invocati dal giudice rimettente (come è accaduto, ad esempio, nelle sentenze n. 102 del 2020 e 272 del 2017 per l'appunto in relazione all'art. 24 CDFUE)".

<sup>40</sup> G. Sorrenti, *CDFUE e rapporti inter privatos ovvero "L'essenziale è invisibile agli occhi"?* (ancora sulla doppia pregiudizialità ... passando per Saint Exupery), in *Consulta online*, 2021, osserva che la "«posta in gioco» ... non è accentrato vs. diffusione ... bensì interpretazione-applicazione dei diritti fondamentali da parte della Corte costituzionale vs. interpretazione-applicazione (quest'ultima per il tramite dei giudici comuni) dei diritti fondamentali da parte della Corte di Giustizia".

<sup>41</sup> G. Amoroso, *La «doppia pregiudiziale» e l'individuazione della Corte (costituzionale o di giustizia) cui il giudice può rivolgersi «in prima battuta»*, in *Il Foro Italiano*, V, 2022, c. 6.

<sup>42</sup> All'inverso, peraltro, può anche darsi il caso, come osserva G. Amoroso, *La «doppia pregiudiziale» e l'individuazione della Corte (costituzionale o di giustizia) cui il giudice può rivolgersi «in prima battuta»*, cit., c. 5, che l'affermato «concorso di rimedi giurisdizionali» rilevi "allorché la tutela di un determinato diritto fondamentale, quale approntata dalla Carta nella lettura che ne offre la Corte di giustizia, risulti essere, in ipotesi, superiore a quella prevista dalla corrispondente norma della Costituzione, come interpretata dalla Corte costituzionale, e in tale evenienza quest'ultima ben può essere chiamata ad allineare il livello della tutela".

eventuale, perché dipendente dalla disponibilità del giudice comune a porsi nella prospettiva collaborativa della priorità costituzionale.

Ed è altresì un vantaggio relativo, giacché è stato chiarito che la priorità del giudizio costituzionale non preclude, a valle di una decisione di rigetto, la disapplicazione al termine del giudizio incidentale, quanto meno a seguito di rinvio pregiudiziale.

L'indicazione favorevole alla disapplicazione è stata da ultimo ribadita dalla sentenza di inammissibilità per irrilevanza n. 67 del 2022, che rispecchia la tradizionale fisiologia dei rapporti tra rimedi processuali in caso di doppia pregiudizialità, con riguardo, tuttavia, all'interpretazione non già della Carta ma di disposizioni di diritto derivato, oggetto di una pronuncia della Corte di giustizia alla quale la Cassazione aveva (senza evocare disposizioni della CDFUE) dato la "prima parola"<sup>43</sup>.

Se il passo successivo fosse la generalizzata estensione di tale soluzione alle ipotesi di contrasto con la Carta, oggetto di una pronuncia interpretativa della Corte di giustizia previamente investita, la traiettoria giurisprudenziale avviata da *Ceramica Sant'Agostino* tornerebbe al punto di partenza e la trama del sindacato diffuso in riferimento alle previsioni della Carta, nel solco dei percorsi giurisprudenziali tracciati in sede europea, si dispiegherebbe con rinnovata forza espansiva.

Si è visto che, pur richiamando la citata sentenza n. 67, la sentenza n. 149 del 2022 non si pone nella medesima prospettiva e procede a scrutinare nel merito la questione sollevata pur in presenza delle condizioni che, in astratto, avrebbero consentito – se non, dal punto di vista del diritto dell'Unione, imposto – la disapplicazione della disciplina sanzionatoria interna, per contrasto con l'articolo 50 CDFUE (peraltro, come si è detto, non specificamente evocato dal giudice *a quo* ma solo dalla difesa erariale, a fondamento della sua eccezione di inammissibilità).

---

<sup>43</sup> Sulla citata sentenza cfr. B. Nascimbene, I. Anrò, *Principio di sistema o intralcio al decisore: l'asimmetria territoriale alla prova dell'emergenza*, in *DPCEonline*, 2022.

Ferma restando la possibilità di trarre profitto da iniziative incidentali autonomamente promosse in nome della priorità costituzionale, le incertezze sopra segnalate suggeriscono di invitare gli interpreti – a tutela del sindacato accentrato, posto “a fondamento dell’architettura costituzionale”<sup>44</sup>, la cui funzione peculiare non sfugge alla stessa Corte dell’Unione<sup>45</sup> – ad una più attenta vigilanza sulla tenuta controlimiti, se necessario ponendo la Corte costituzionale nella condizione di intervenire, secondo la sperimentata modalità dialogica<sup>46</sup>.

Il criterio di giudizio riconducibile ai precedenti *Frontini*<sup>47</sup>, *Granital*<sup>48</sup> e *Fragd*<sup>49</sup> potrebbe fondare su basi probabilmente più solide un principio di priorità del giudizio costituzionale che cesserebbe così di essere, quanto meno secondo una prassi giurisprudenziale tollerata, meramente preferenziale.

Si tratterebbe del resto di preservare il controllo di costituzionalità accentrato, almeno sulla legislazione non “comunitariamente imposta”, in termini speculari rispetto alla giurisprudenza comunitaria, secondo la quale la questione prioritaria di

---

<sup>44</sup> Corte cost., sentt. n. 269 del 2017 e n. 20 del 2019.

<sup>45</sup> Nella sentenza della Corte di giustizia, Grande sezione, sent. 2 settembre 2021, C-350/20, *O. D. e altri*, pronunciata su rinvio pregiudiziale disposto dalla Corte costituzionale con la citata ord. n. 182 del 2020, al punto 40, si legge che “il giudice del rinvio non è il giudice chiamato a pronunciarsi direttamente sulle controversie principali, bensì un giudice costituzionale a cui è stata rimessa una questione di puro diritto – indipendente dai fatti addotti dinanzi al giudice di merito – questione alla quale esso deve rispondere alla luce sia delle norme di diritto nazionale che delle norme del diritto dell’Unione al fine di fornire non solo al proprio giudice del rinvio, ma anche all’insieme dei giudici italiani, una pronuncia dotata di effetti *erga omnes*, vincolante tali giudici in ogni controversia pertinente di cui potranno essere investiti. In tale contesto, l’interpretazione del diritto dell’Unione richiesta dal giudice del rinvio presenta un rapporto con l’oggetto della controversia di cui è investito, che riguarda esclusivamente la legittimità costituzionale di disposizioni nazionali rispetto al diritto costituzionale nazionale letto alla luce del diritto dell’Unione”. A seguito della citata sentenza della Corte di giustizia, la Corte costituzionale ha pronunciato la sent. 54 del 2022.

<sup>46</sup> Cfr. Corte cost., ord. 182 del 2020, sul requisito del permesso di soggiorno UE per soggiornanti di lungo periodo ai fini dell’erogazione agli stranieri dell’assegno di natalità e dell’assegno di maternità; ord. n. 217 del 2021, in tema di mandato d’arresto europeo, che rinvia alle precedenti iniziative intraprese “in un quadro di costruttiva e leale cooperazione tra i diversi sistemi di garanzia”, richiamando, nell’ordine, la sent. n. 269 del 2017 e le ordd. n. 182 del 2020 e n. 117 del 2019, nonché, nella stessa materia del mandato di arresto europeo, ord. n. 216 del 2021.

<sup>47</sup> Corte cost., sent. n. 170 del 1984.

<sup>48</sup> Corte cost., sent. n. 183 del 1973.

<sup>49</sup> Corte cost., sent. n. 232 del 1989.

costituzionalità “non può pregiudicare la competenza esclusiva della Corte di giustizia a dichiarare l’invalidità di un atto dell’Unione”<sup>50</sup> e, nei casi nei quali l’atto normativo statale risulti “comunitariamente imposto” – ma solo in quelli, occorre precisare – alla questione pregiudiziale di validità deve essere riconosciuto “carattere preliminare”<sup>51</sup>.

Negli altri casi, come si è detto, la priorità del giudizio costituzionale dovrebbe essere riconosciuta in termini speculari.

Un coordinamento dei sistemi di tutela nei termini tratteggiati, orientato al reciproco riconoscimento delle rispettive attribuzioni “esclusive”, non sembra impossibile nel quadro della richiamata impostazione cooperativa.

D’altro canto – come in una occasione la Corte costituzionale non ha esitato a dire con riguardo all’eventualità di un contrasto con i principi fondamentali del nostro ordinamento costituzionale – “quel che è sommamente improbabile è pur sempre possibile”<sup>52</sup>.

## **Giampaolo Parodi**

*Ordinario di Diritto privato  
nell’Università degli Studi di Pavia*

---

<sup>50</sup> Corte di giustizia UE, sentenza 22 giugno 2010, C-188/10 e C-189/10, *Melki e Abdeli*, punto 54.

<sup>51</sup> Corte di Giustizia UE, sentenza 11 settembre 2014, C-112/13, *A c. B e altri*, punto 43.

<sup>52</sup> Corte cost., sent. n. 232 del 1989, par. 3.1. del *Considerato in diritto*.

**SENTENZA DELLA CORTE  
(GRANDE SEZIONE)  
15 MARZO 2022**

(Omissis) Con la sua prima questione il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 debba essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente "carattere preciso", ai sensi di tale disposizione e di quella dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e se, ai fini della valutazione di detto carattere preciso, siano rilevanti l'indicazione in tale articolo di stampa del prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto, l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione nonché l'impatto effettivo della pubblicazione sul prezzo dei titoli in questione.

Occorre ricordare che la definizione della nozione di "informazione privilegiata" di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 comprende quattro elementi essenziali. In primo luogo, si tratta di un'informazione a carattere preciso. In secondo luogo, tale informazione non è stata resa pubblica. In terzo luogo, essa concerne, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari o i loro emittenti. In quarto luogo, essa potrebbe, se resa pubblica, influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi (sentenza dell'11 marzo 2015, L., C-628/13, EU:C:2015:162, punto 24 e giurisprudenza ivi citata).

Nel caso di specie, l'informazione di cui al procedimento principale, riguardante l'imminente pubblicazione di articoli di stampa che riportano voci di mercato relative al lancio di offerte pubbliche di acquisto sui titoli di società quotate in borsa, è stata comunicata dall'autore di detti articoli a due delle sue abituali fonti di informazione. Secondo il giudice del rinvio, detta informazione soddisfa il secondo, il terzo e il quarto elemento della definizione della nozione di "informazione privilegiata", indicati al punto precedente. Per quanto riguarda il quarto

elemento, esso fonda tale constatazione, da un lato, sulla considerazione che, in quanto alimentava le speculazioni esistenti sui valori mobiliari interessati, detta informazione poteva essere utilizzata da un investitore ragionevole come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento su questi ultimi e, dall'altro, sulle fluttuazioni dei prezzi di tali valori mobiliari avvenute dopo la pubblicazione degli articoli in questione. Esso dubita invece che il primo elemento della definizione in questione, vertente sul carattere preciso dell'informazione di cui trattasi, sia soddisfatto nel caso di specie.

Occorre notare che, al fine di accrescere la certezza del diritto per i partecipanti ai mercati finanziari, la direttiva 2003/124, come risulta dal suo considerando 3, ha inteso specificare, in particolare, questo primo elemento.

Infatti, a norma dell'articolo 1, paragrafo 1, di detta direttiva, si ritiene che un'informazione abbia "carattere preciso" se essa soddisfa due condizioni: da un lato, essa deve riferirsi ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e, dall'altro, essa deve essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi.

Nel caso di specie, il giudice del rinvio ritiene che la prima condizione indicata al punto precedente sia soddisfatta, in quanto l'informazione di cui al procedimento principale si riferisce ad un evento, ossia l'imminente pubblicazione di articoli di stampa, del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà. Esso dubita, invece, che la seconda condizione menzionata al punto precedente sia soddisfatta nel caso di specie. In particolare esso si chiede se, affinché l'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa e che riprende gli elementi principali di quest'ultimo sia considerata "sufficientemente specifica", ai sensi della suindicata seconda condizione, anche il contenuto di detto articolo debba essere tale.

Per quanto riguarda la suddetta seconda condizione, dalla giurisprudenza della Corte risulta che, secondo il significato comunemente attribuito ai termini impiegati all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, è sufficiente che l'informazione sia sufficientemente

concreta o specifica da poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento costituente l'oggetto dell'informazione stessa, descritto al punto 36 della presente sentenza, sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali tale informazione si riferisce. Di conseguenza, secondo la Corte, la disposizione in esame esclude dalla nozione di "informazione privilegiata" unicamente le "informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi" (sentenza dell'11 marzo 2015, L., C-628/13, EU:C:2015:162, punto 31).

Al riguardo il giudice del rinvio si chiede se, per sua natura, una voce rientri nella categoria delle "informazioni vaghe o generiche" ai sensi di detta giurisprudenza, cosicché un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporti una voce non possa essere qualificata come "informazione privilegiata".

Occorre anzitutto rilevare che l'informazione di cui al procedimento principale, concernente la pubblicazione di articoli relativi a voci di mercato aventi ad oggetto presunte offerte pubbliche di acquisto, si riferisce a due tipi distinti di eventi futuri, vale a dire, in primo luogo, la pubblicazione degli articoli e, in secondo luogo, la presentazione delle offerte cui tali articoli fanno riferimento. Orbene, come risulta dal punto 37 della presente sentenza, il giudice del rinvio si basa sulla forte probabilità che gli eventi del primo tipo si verificheranno per ritenere soddisfatta la prima condizione di cui al punto 36 della presente sentenza affinché un'informazione abbia carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124. Per contro, per quanto riguarda la seconda condizione indicata nello stesso punto 36, il giudice del rinvio dubita che la sufficiente precisione riconosciuta ai sensi della prima condizione relativamente all'imminente pubblicazione di articoli di stampa consenta, di per sé, di dimostrare che siffatta circostanza possa avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari oggetto di tale informazione, in modo da soddisfare anche la seconda condizione, o se il contenuto degli articoli in questione debba parimenti soddisfare detto requisito di precisione, nella fattispecie concernente voci di mercato relative al possibile verificarsi di eventi del secondo tipo, cioè la presentazione delle offerte previste.



Orbene, si deve ritenere che il carattere preciso, ai sensi delle disposizioni citate, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa sia strettamente connesso a quello dell'informazione oggetto di tale articolo. Infatti, in assenza di una qualunque specificità dell'informazione da pubblicare, l'informazione relativa a tale pubblicazione non consentirebbe di trarre conclusioni quanto al suo possibile effetto sul prezzo degli strumenti finanziari interessati conformemente all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124.

Ciò precisato, si evince, in primo luogo, dai termini stessi dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, secondo cui si ritiene che un'informazione abbia "carattere preciso" se, in particolare, essa si riferisce ad un evento di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e se essa è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari interessati, che si impone un esame caso per caso. Pertanto, il carattere preciso di un'informazione non può, per ipotesi, essere escluso per il solo fatto che essa rientra in una particolare categoria di informazioni, come le informazioni attinenti all'imminente pubblicazione di articoli che riportano voci di mercato relative all'eventuale presentazione di un'offerta pubblica di acquisto.

Un'esclusione del genere sarebbe d'altronde in contrasto con l'obiettivo della direttiva 2003/6 che consiste, come emerge dai suoi considerando 2 e 12, nell'assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione ed accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati, fiducia che si fonda, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piano di parità e tutelati dinanzi all'utilizzazione illecita di informazioni privilegiate (sentenza dell'11 marzo 2015, L., C-628/13, EU:C:2015:162, punto 21 e giurisprudenza ivi citata). Il divieto degli abusi di informazioni privilegiate di cui all'articolo 2, paragrafo 1, della direttiva citata è volto pertanto a garantire la parità dei partecipanti ad una compravendita di borsa evitando che uno di loro, che detenga un'informazione privilegiata e si trovi, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito di coloro che la ignorano (sentenza del 23 dicembre 2009, S.P. Group e V.R., C-45/08, EU:C:2009:806, punto 48 nonché giurisprudenza ivi citata).

Orbene, come essenzialmente rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 49 delle sue conclusioni, il fatto che un investitore sia a conoscenza dell'imminente pubblicazione di una voce può, in determinate circostanze, essere sufficiente a conferirgli un vantaggio rispetto agli altri investitori.

Pertanto, se si dovesse ritenere che un'informazione non sia qualificabile come "informazione privilegiata", ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, per il solo fatto che riguarda la pubblicazione di una voce, molte informazioni suscettibili di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati esulerebbe dall'ambito di applicazione di tale direttiva e potrebbero quindi essere utilizzate dai partecipanti ai mercati finanziari, che ne sono in possesso e che ne traggono profitto a scapito di coloro che le ignorano (v., in tal senso, sentenza del 28 giugno 2012, *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:397, punto 36 e giurisprudenza ivi citata).

Dalle suesposte considerazioni discende che non si può escludere che un'informazione possa essere considerata avere carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, per il solo fatto che essa riguarda l'imminente pubblicazione di un articolo relativo a una voce di mercato.

Ciò premesso occorre, in secondo luogo, esaminare il grado di precisione della voce riguardante l'eventuale presentazione di un'offerta pubblica di acquisto, per valutare se l'informazione relativa alla pubblicazione di un articolo che riporta una simile voce soddisfa effettivamente la seconda condizione indicata in tale punto, concernente il possibile effetto della pubblicazione di cui trattasi sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi. Tuttavia, tale valutazione non deve prescindere dal fatto che il carattere preciso delle voci viene preso in considerazione non per determinare se esse siano sufficientemente specifiche in quanto tali così da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi degli strumenti in questione, ma per determinare se un'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo riguardante tali voci sia tanto specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che tale pubblicazione è suscettibile di produrre.

È vero che, come sottolinea il sig. A, una voce è caratterizzata da un certo grado di incertezza. Tuttavia, l'attendibilità è un fattore che deve essere determinato caso per caso.

Poiché la credibilità di una voce è rilevante per stabilire se un'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo, avente ad oggetto tale voce, sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che detta pubblicazione può produrre, occorre in particolare prendere in considerazione, a tale scopo, il grado di precisione del contenuto della voce considerata nonché l'attendibilità della fonte che la riporta.

Al riguardo, un'informazione contenente elementi come quelli riferiti nelle voci menzionate negli articoli di stampa di cui al procedimento principale, che indicano sia il nome dell'emittente di strumenti finanziari interessato sia i termini dell'offerta pubblica di acquisto prevista, non può essere qualificata come "informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi", ai sensi della giurisprudenza citata al punto 38 della presente sentenza.

In tale contesto, l'indicazione, come componente di una voce relativa a un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto i titoli di un emittente di strumenti finanziari, del prezzo proposto per l'acquisto di tali titoli è suscettibile di avere un impatto sulla valutazione di detto carattere preciso dell'informazione di cui trattasi. Nondimeno, una simile indicazione non è indispensabile ai fini della qualificazione di un'informazione relativa a tale voce come "precisa", una volta che essa include altri elementi relativi all'offerta pubblica di acquisto in questione. Infatti, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 51 delle sue conclusioni, una siffatta offerta include, di norma, un premio di acquisizione rispetto al prezzo dell'azione, che consente al mercato di valutare il possibile effetto su tale prezzo.

Oltre al contenuto dell'articolo di stampa di cui trattasi, altri fattori possono contribuire al carattere preciso di un'informazione relativa alla sua imminente pubblicazione per valutare il possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi. Al riguardo, la notorietà del giornalista che ha firmato gli articoli di stampa nonché quella dell'organo di stampa che li ha pubblicati possono essere considerate determinanti, a seconda delle circostanze del caso, dal momento che simili elementi consentono di valutare la credibilità delle voci considerate, e gli investitori, eventualmente,

possono essere indotti a presumere che essi provengano da fonti considerate attendibili da tale giornalista e da tale organo di stampa.

Ne consegue che, quando alcune persone sono informate del fatto che un articolo di stampa, sul punto di essere pubblicato, conterrà l'informazione di cui al punto 50 della presente sentenza nonché, eventualmente, dell'identità dell'autore di tale articolo e dell'organo di stampa che provvederà alla sua pubblicazione, siffatte indicazioni, dato che tendono a rafforzare la credibilità della voce riportata in un articolo di stampa, sono rilevanti per valutare se l'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un simile articolo sia tanto specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che tale pubblicazione potrebbe produrre.

Il giudice del rinvio chiede inoltre se l'influenza effettivamente sensibile (ex post) di una pubblicazione sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce configuri un elemento rilevante nella valutazione del carattere preciso dell'informazione relativa a tale pubblicazione.

54 Al riguardo occorre ricordare che, per quanto concerne il quarto elemento della definizione di "informazione privilegiata", di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, ossia che l'informazione possa, se resa pubblica, influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi, il considerando 2 della direttiva 2003/124 precisa che le informazioni ex post possono essere utilizzate per confermare l'ipotesi dell'idoneità delle informazioni ex ante ad influire in modo sensibile sui prezzi, tuttavia esse non devono essere utilizzate per promuovere un'azione legale contro chi abbia tratto conclusioni ragionevoli da informazioni ex ante in suo possesso.

Orbene, un'informazione che, se resa pubblica, sia suscettibile di influire in modo sensibile sul prezzo dei titoli interessati deve essere considerata, di regola, come rispondente al primo elemento della definizione in questione, vale a dire che l'informazione abbia un carattere preciso posto che, in linea di principio, la pubblicazione di un'informazione non può esercitare tale influenza se l'informazione di cui trattasi non ha di per sé un simile carattere.

Di conseguenza, l'influenza effettiva di una pubblicazione sul prezzo dei titoli oggetto della medesima pubblicazione può costituire una prova ex post del carattere preciso dell'informazione relativa a detta pubblicazione. Per contro, essa non può essere sufficiente,

di per sé, a dimostrare, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, un siffatto carattere preciso.

Dalle considerazioni che precedono risulta che occorre rispondere alla prima questione dichiarando che l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 deve essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente "carattere preciso", ai sensi di tale disposizione e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e che, ai fini della valutazione di detto carattere preciso, e sempreché siano stati comunicati prima della pubblicazione in questione, sono rilevanti il fatto che l'articolo di stampa in parola indicherà il prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto nonché l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione. Quanto all'influenza effettiva della pubblicazione considerata sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce, anche se può costituire una prova ex post del carattere preciso di detta informazione, essa non può essere sufficiente, di per sé, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, a dimostrare un siffatto carattere preciso.

Sulla seconda, sulla terza e sulla quarta questione Osservazioni preliminari

La seconda, la terza e la quarta questione vertono sull'interpretazione degli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014, il quale è stato adottato successivamente ai fatti di cui al procedimento principale. Il giudice del rinvio ritiene che detto articolo 21 contenga nondimeno disposizioni più miti di quelle della direttiva 2003/6, in vigore all'epoca dei fatti in causa, e che esso, pertanto, dovrebbe applicarsi a detti fatti in maniera retroattiva. Secondo tale giudice, l'articolo in questione introduce un regime specifico, non previsto dalla direttiva 2003/6, diretto in particolare a restringere la qualificazione della violazione costituita dalla comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando la comunicazione di cui trattasi avviene a fini giornalistici.

Al riguardo, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 68 delle sue conclusioni, la questione se le disposizioni dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 siano meno severe, nel settore di cui trattasi, di quelle previste dalla direttiva 2003/6, di modo che esse siano effettivamente applicabili nel procedimento principale (v., in tal senso, sentenza del 6 ottobre 2015, D., C-650/13, EU:C:2015:648, punto 53), dipende dal modo in cui occorre interpretare tale articolo. Inoltre, sebbene l'articolo 10 del regolamento citato corrisponda all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2003/6 e non possa quindi essere considerato di per sé come una norma meno rigorosa di quella prevista da quest'ultima disposizione, dal rinvio a tale articolo 10, operato nel suddetto articolo 21, risulta che le disposizioni degli articoli in discorso sono strettamente collegate e che non possono essere applicate separatamente. Pertanto, non è possibile stabilire immediatamente che l'articolo 10 di detto regolamento e l'articolo 3 di detta direttiva abbiano esattamente lo stesso significato e la stessa portata, per quanto riguarda la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di un giornalista. In simili circostanze, la questione dell'applicabilità degli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 al procedimento principale rientra nell'ambito dell'esame nel merito delle questioni dalla seconda alla quarta (v., per analogia, sentenza del 28 ottobre 2021, Komisia za protivodeystvie na koruptsiyata i za otnemane na nezakonno pridobitoto imushtestvo, C-319/19, EU:C:2021:883, punto 25 e giurisprudenza ivi citata).

(Omissis) P.Q.M.

Per questi motivi, la Corte (Grande Sezione) dichiara:

1) L'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), deve essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente "carattere preciso", ai sensi di tale disposizione e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e che, ai fini della valutazione di detto

carattere preciso, e sempreché siano stati comunicati prima della pubblicazione in questione, sono rilevanti il fatto che l'articolo di stampa in parola indicherà il prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto nonché l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione. Quanto all'influenza effettiva della pubblicazione considerata sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce, anche se può costituire una prova ex post del carattere preciso di detta informazione, essa non può essere sufficiente, di per sé, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, a dimostrare un siffatto carattere preciso.

2) L'articolo 21 del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6 e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, deve essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, ad una delle sue fonti d'informazione abituali, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa a sua firma che riporta una voce di mercato avviene "ai fini dell'attività giornalistica", ai sensi di detto articolo, qualora detta comunicazione sia necessaria per permettere lo svolgimento di un'attività giornalistica, la quale include i lavori d'inchiesta preparatori alla pubblicazione.

3) Gli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 devono essere interpretati nel senso che la comunicazione di un'informazione privilegiata da parte di un giornalista è lecita qualora essa debba considerarsi necessaria all'esercizio della sua professione e conforme al principio di proporzionalità.

## **ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE TRA LIBERTÀ DI STAMPA E TUTELA DELL'INTEGRITÀ DEI MERCATI FINANZIARI \***

*(Insider dealing between press freedom and protection of the financial markets' integrity)*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Il fatto. - 3. La interpretazione normativa operata dalla Corte di Giustizia. - 4. La decisione adottata. - 5. Una ricostruzione normativa. - 6. Riflessioni conclusive.

1. La sentenza in commento rappresenta un approdo giurisprudenziale di matrice europea particolarmente significativo in materia di mercati finanziari e, in particolare, nell'ambito della definizione interpretativa degli elementi che fondano gli abusi di mercato.

In primo luogo, pare opportuno rimarcare l'importante ruolo della Corte di Giustizia della Unione Europea nella interpretazione degli atti normativi del Parlamento Europeo e del Consiglio, attribuite dall'art. 267, comma 1), lett. b) del T.F.U.E., a mente del quale *“La Corte di giustizia dell'Unione europea è competente a pronunciarsi, in via pregiudiziale (...) sulla validità e l'interpretazione degli atti compiuti dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione”*; ed infatti, lo strumento del rinvio pregiudiziale del Giudice nazionale verso la Corte Europea – sia esso facoltativo, o, come nel caso del comma 3 della norma del Trattato di Roma, sia esso obbligatorio – rappresenta un mezzo di comunicazione privilegiato con il massimo organo giurisdizionale europeo<sup>1</sup>, creato proprio al fine di “assicurare l'unità

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Sul tema della relazione tra la Corte di giustizia dell'Unione Europea e le Corti nazionali attraverso il rinvio pregiudiziale di cui all'art. 267 T.F.U.E. si vedano P.PESCATORE, *Il rinvio pregiudiziale di cui all'art. 177 del Trattato CEE e la cooperazione tra la corte e i giudici nazionali*, in *Il foro italiano*, 1986, 2, 25 ss., in J. Krommendijk, “Open Sesame!” Improving Access to the CJEU by Obliging National Courts to Reason Their Refusals to Refer, in *European Law Review*, 2017, 42, 46 ss.; A.TURMO, *A dialogue of Unequals – The European Court of Justice Reasserts National Courts' Obligations under Article 267(3) TFEU*, in *European Constitutional Law Review*, 2019, 15, 340-358; F. FERRARO - C. IANNONE, *Il rinvio pregiudiziale*, Torino, 2020, *passim*.



di interpretazione del diritto dell'Unione, permettendo così di garantire la coerenza, la piena efficacia e l'autonomia di tale diritto nonché, in ultima istanza, il carattere peculiare dell'ordinamento istituito dai Trattati" (così si espresse la Corte di giustizia nel parere n. 2/13 del 18 dicembre 2014, p.to 176).

Il ruolo della Corte UE nell'interpretazione delle leggi di matrice comunitaria è tanto più importante allorquando, come nel caso in esame, ad essere sottoposto all'esegesi del giudice europeo delle leggi è un regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio –i.e. il Reg. n. 596/2014 del 16 aprile 2014, che ha incorporato e quindi abrogato le direttive 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 e 2003/124/CE del 22 dicembre 2003 sull'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate nei mercati finanziari e sulle manipolazioni degli stessi mercati – che, da una parte, mira a tutelare non soltanto l'integrità ed il regolare funzionamento dei mercati mobiliari ma altresì la fiducia del pubblico dei risparmiatori verso l'investimento del risparmio nei predetti mercati e, dall'altra, si è posto il fine di unificare i comparti normativi nazionali relativi al *market abuse*, con l'intento di muovere un ulteriore passo verso la realizzazione del mercato unico europeo dei capitali.

La rilevanza dei temi trattati con la sentenza in commento è peraltro rimarcata dalla Corte medesima, la quale andando a cristallizzare la propria linea esegetica circa i presupposti che fanno di una notizia di mercato una "informazione privilegiata" – linea che, invero, consta di pronunzie non particolarmente elevate nel numero – ha ritenuto di riunirsi in Grande Sezione<sup>2</sup>.

Come si dirà più avanti, la sentenza in commento prende in esame, ai fini interpretativi, le norme europee che definiscono cosa sia una "informazione privilegiata" nell'ambito dei mercati mobiliari – prima ancora naturalmente di definire in cosa consista un abuso o una comunicazione illecita di tali informazioni –

---

<sup>2</sup> La CGUE si riunisce in Grande Sezione, composta da 15 giudici, per decidere su fatti di particolare rilevanza.

nell'ambito di un caso portato alla attenzione della CGUE dalla *Cour d'appel de Paris* al fine di determinare se, in particolare, potesse definirsi informazione privilegiata quella resa da un giornalista a uno o più dei suoi informatori abituali e relativa alla circostanza della imminente pubblicazione di un articolo di stampa relativo ad operazioni di acquisto di titoli di società ammessa alla negoziazione su mercati regolamentati.

L'analisi esegetica posta in essere dalla Corte in via pregiudiziale rispetto all'applicazione delle norme europee al caso sottoposto al giudice francese rappresenta una raffinata espressione del ruolo dell'organo, che ha dovuto verificare se ed in quali termini l'informazione circa un evento futuro ed ipotetico – la pubblicazione di un articolo di giornale attinente a voci di mercato – potesse effettivamente essere tanto “precisa” da discriminare i potenziali investitori sotto il profilo conoscitivo, avvantaggiandone alcuni e svantaggiandone altri, il tutto all'interno di una cornice di fondo, ossia quella dell'esercizio dell'attività giornalistica, particolarmente delicata ed attuale.

2. Il processo ermeneutico posto in essere dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea prende le mosse dal rinvio in via pregiudiziale ex art. 267 T.F.U.E. effettuato dalla Corte d'Appello di Parigi.

Il giudice francese era stato a sua volta investito del ricorso proposto da un giornalista professionista avverso la sanzione inflittagli dall'*Autorité des marchés financiers* (AMF)<sup>3</sup> che, all'esito di una indagine sulle condotte del giornalista, aveva ritenuto che egli avesse posto in essere una comunicazione illecita di informazione ritenute privilegiate.

In particolare, il giornalista in questione – redattore della rubrica “notizie di

---

<sup>3</sup> L'AMF è una autorità amministrativa indipendente dotata di personalità giuridica e di autonomia finanziaria il cui compito è la tutela del risparmio investito in strumenti finanziari, l'informazione degli investitori e il corretto funzionamento dei mercati degli strumenti finanziari mediante pedissequa regolamentazione dei mercati a livello nazionale.

mercato” presso la testata giornalistica britannica *Daily Mail* – aveva provveduto a pubblicare, nel corso della prima metà del mese di giugno 2012, voci di mercato relative a due possibili offerte pubbliche di acquisto, ossia in particolare quella che sarebbe stata lanciata dal colosso LVMH sul capitale della società francese Hermes, con azioni quotate su Euronext<sup>4</sup>, oltre che l’OPA che sarebbe stata lanciata – questa volta da investitore indefinito – sul capitale della compagnia petrolifera francese Maurel & Prom.

Nei due articoli di cui trattasi il giornalista sanzionato aveva individuato con precisione il prezzo ad azione che sarebbe stato pagato agli *shareholders* di Hermes e Maurel & Prom dagli investitori: il prezzo definito nell’OPA della prima impresa sarebbe stato di euro 350 per azione, con un premio dell’86% rispetto al prezzo di chiusura dei titoli azionari di Hermes al giorno di pubblicazione dell’articolo, mentre il prezzo offerto per le azioni della seconda sarebbe stato di euro 19 per azione, con un conseguente premio del 17,69% sempre rispetto al valore dei titoli alla chiusura degli scambi nel giorno di pubblicazione.

Gli articoli giornalistici così pubblicati avevano avuto un effettivo riscontro sul valore delle azioni delle due società menzionate; ed infatti il giorno successivo alla pubblicazione dell’articolo relativo ai titoli di Hermes (9 giugno 2012) tali ultimi avevano riscontrato, nel corso della seduta di scambio, un incremento complessivo del 4,55%, così anche i titoli facenti parte del capitale di Maurel & Prom che alla chiusura della borsa in data 13 giugno 2012 riportavano un incremento del 17,69%.

Nelle more di una lunga attività d’indagine posta in essere dall’AMF, tale autorità verificava che pochi giorni prima della pubblicazione degli articoli di cui sopra alcuni residenti britannici avevano effettuato ordinativi di acquisto sui titoli delle emittenti che sarebbero state, sulla scorta delle voci degli articoli medesimi, oggetto

---

<sup>4</sup> Si tratta del principale mercato finanziario della eurozona.

di OPA; titoli che venivano puntualmente liquidati a pubblicazioni avvenute, con evidente beneficio degli investitori in questione consistente nel repentino incremento del prezzo conseguito.

Di talché, l’Autorità francese di regolamentazione e controllo dei mercati finanziari provvedeva dapprima a contestare formalmente la violazione delle norme nazionali ed europee in tema di comunicazione di informazioni privilegiate e, successivamente, con decisione del 24 ottobre 2018, a comminare al giornalista finanziario una sanzione di euro 40.000,00, ritenendo in particolare che *“le informazioni di cui al procedimento principale, vertenti sull’imminente pubblicazione di articoli di stampa relativi a voci di operazioni su titoli quotati in borsa, soddisfacessero le condizioni per essere qualificate come “informazioni privilegiate” e ha constatato che il sig. A aveva comunicato tali informazioni privilegiate riguardanti i titoli della società H. ai sigg. B e C, nonché quelle relative ai titoli della società M.P. al sig. C.”*<sup>5</sup>.

Come anticipato, il giornalista presentava pertanto ricorso presso la Corte d’Appello parigina che, investita della questione sul merito, sospendeva il procedimento e procedeva conseguentemente ad adire la Corte di Giustizia dell’Unione Europea, sottoponendole una serie di quesiti d’ordine interpretativo, ossia in particolare *“1) a) Se l’articolo 1, punto 1, [primo comma, della direttiva 2003/6], in combinato disposto con l’articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, debba essere interpretato nel senso che un’informazione vertente sull’imminente pubblicazione di un articolo di stampa, che riprende voci di mercato riguardanti un emittente di strumenti finanziari, possa rispondere al requisito di precisione richiesto da detti articoli ai fini della qualificazione come informazione privilegiata.*

*b) Se il fatto che l’articolo di stampa, la cui imminente pubblicazione costituisce l’informazione di cui trattasi, indichi, quale voce di mercato, il prezzo di un’offerta pubblica di acquisto rilevi ai fini della valutazione del carattere preciso*

---

<sup>5</sup> Periodo estratto dalla ricostruzione dei fatti operata nella sentenza in commento.

dell'informazione stessa.

c) *Se la notorietà del giornalista che ha firmato l'articolo, la reputazione dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione e l'influenza effettivamente sensibile (ex post) di detta pubblicazione sul prezzo dei titoli cui esso si riferisce siano elementi rilevanti ai fini della valutazione della precisione dell'informazione di cui trattasi.*

2. *[Nell'ipotesi in cui l]'informazione (...) di cui trattasi [soddisfi] il requisito di precisione richiesto:*

a) *Se l'articolo 21 del [regolamento n. 596/2014] debba essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, a una delle sue fonti [d'informazione] abituali, di un'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo a sua firma che riprende voci di mercato avviene "ai fini dell'attività giornalistica".*

b) *Se la risposta a detta questione dipenda, in particolare, dal fatto che il giornalista sia stato o meno informato delle voci di mercato da detta fonte, o dal fatto che la comunicazione dell'informazione sull'imminente pubblicazione dell'articolo fosse o meno utile per ottenere da detta fonte chiarimenti sulla credibilità delle voci.*

3) (...) *[Se] gli articoli 10 e 21 del regolamento [n. 596/2014] debbano essere interpretati nel senso che, anche quando un'informazione privilegiata è divulgata da un giornalista "ai fini dell'attività giornalistica", ai sensi del[suddetto] articolo 21, la liceità o illiceità della comunicazione richiede di valutare se essa sia avvenuta "durante il normale esercizio [della] professione [di giornalista]", ai sensi dell'articolo 10.*

4) (...) *[Se] l'articolo 10 del regolamento [n. 596/2014] debba essere interpretato nel senso che, per avvenire nel normale esercizio della professione di giornalista, la comunicazione di un'informazione privilegiata deve essere*

*strettamente necessaria all'esercizio di detta professione e avvenire nel rispetto del principio di proporzionalità".*

3. La Corte muove la propria ricostruzione esegetica dalla definizione di "informazione privilegiata"<sup>6</sup> di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 - letteralmente ripreso dall'art. 7, punto 1, del regolamento 596/2014 - che, come puntualmente evidenziato dal giudice europeo delle leggi, consta di quattro elementi costitutivi della fattispecie ossia: a) che l'informazione abbia "carattere preciso"; b) che non sia stata resa pubblica; c) che riguardi, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari; d) che ove resa di pubblico dominio, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati cui l'informazione si riferisce.

La Corte chiarisce in primo luogo come, secondo la ricostruzione operata dal Giudice del rinvio, una informazione relativa alla prossima pubblicazione di articolo di stampa riportante voci in merito ad imminenti offerte pubbliche di acquisto sul capitale di società quotate su mercati regolamentati soddisfi almeno tre delle quattro condizioni appena esposte<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> In questi termini cfr. A. Sacco Ginevri, *Società calcistiche quotate e informativa al mercato*, in Riv. dir. sport., 2017, 339 ss.; S. Vincenzi, M. Zanchetti, A. Zoppini, *Market Abuse Regulation*, Roma, 2016, p. 29 ss.; S. Lombardo, *L'informazione privilegiata*, in Società, 2016, p. 149 ss.; F. Annunziata, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in Società, 2016, p. 172 ss.; F. Mucciarelli, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in Società, 2016, p. 198 ss.; T. Atrigna, *Il carattere preciso dell'informazione privilegiata secondo la Corte di Giustizia UE: osservazioni alla sentenza 11 marzo 2015, Seconda Sezione, nella causa C-628/13*, in Banca, borsa, tit. cred., 2015, p. 656 ss.; S. Lombardo, *Acquisto di partecipazione di controllo, fattispecie a formazione progressiva, informazione privilegiata e insider secondario*, in Società, 2014, p. 707 ss.; G. Amato, *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, 2013, p. 118 ss.

<sup>7</sup> In particolare, sempre secondo la ricostruzione operata dalla Corte, il Giudice parigino ha ritenuto che tale genere di informazione, in quanto nei fatti rivelata dal giornalista solamente ad alcuni - nella specie due - soggetti, che peraltro rappresentavano per il giornalista "abituali fonti di informazione", di certo non fosse stata resa pubblica (secondo requisito dettato dall'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, oltre che dall'art. 7, punto 1, del regolamento 596/2014, per qualificare una informazione quale privilegiata), che riguardasse direttamente un emittente titoli azionari quotati sui mercati regolamentati - oltre che direttamente anche gli strumenti finanziari medesimi - (soddisfacendo quindi anche il terzo requisito richiesto dalla direttiva *market abuse* e dal più recente regolamento) e, da ultimo, che sulla scorta - evidentemente - di una valutazione da prospettiva *ex ante*,

D'altra parte, la Corte fa presente come il quesito principale di cui essa era stata investita dal Giudice del rinvio, riguardasse proprio l'esatta interpretazione del primo dei requisiti dettati dall'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 oltre che dall'art. 7, punto 1, del regolamento 596/2014, ossia il "carattere preciso" che l'informazione debba avere affinché possa ritenersi privilegiata; questo poiché nei fatti la Corte d'Appello di Parigi aveva, analizzando per l'appunto se una informazione relativa alla imminente pubblicazione di articolo di stampa relativo all'incombente lancio di offerta pubblica di acquisto sui titoli di società quotate, dubitato che quest'ultima possa effettivamente avere tale preciso carattere.

Ebbene, la Corte opera dunque un ulteriore ottimo rimando alle norme europee in tema di *market abuse*, stavolta in particolare alla direttiva 22 dicembre 2003, n. 124, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, nello specifico all'articolo 1 di tale direttiva - norma questa ancora una volta ripresa letteralmente dall'art. 7, punto 2, del regolamento 596/2014 - a mente del quale affinché una informazione abbia carattere specifico, essa deve, da una parte, riferirsi ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e, dall'altra, essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi<sup>8</sup>.

---

l'informazione in sé fosse anche in grado, una volta resa pubblica, di costituire una minaccia per la stabilità del mercato dei titoli cui l'informazione stessa si riferisce, e questo poiché, sempre secondo la Corte d'Appello di Parigi, nei fatti non soltanto l'informazione aveva consentito ai due destinatari di speculare sui titoli cui l'articolo oggetto della informazione si riferiva - fondando così la convinzione che qualsivoglia investitore ragionevole avrebbe potuto utilizzarla al fine di ricavarne un guadagno ingiusto - ma l'articolo di giornale oggetto della informazione aveva poi determinato effettivamente una flessione in rialzo dei prezzi dei titoli cui la voce riportata si riferiva.

<sup>8</sup> La formula in questione non va confusa con quella recante l'ultimo dei quattro requisiti richiesti dall'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 oltre che dall'art. 7, punto 1, del regolamento 596/2014,

Ancora la Corte rinvia al ragionamento del Giudice del rinvio, il quale sebbene avesse ritenuto, rispetto alle ulteriori due condizioni poste dalle norme attuative della direttiva MAD, oltre che dal regolamento 592/2014, affinché una informazione possa dirsi avente “carattere specifico”, che una informazione avente ad oggetto la prossima pubblicazione di articolo di stampa su una operazione pubblica di acquisto soddisfacesse la prima delle condizioni, poiché riguarda effettivamente un evento di cui si possa ragionevole mente ritenere che verrà ad esistere<sup>9</sup>, dubitava invece della seconda condizione, ossia che la informazione del caso di specie fosse sufficientemente specifica da consentire a colui che la avesse ricevuta di poter trarre conclusioni ragionevoli sull’impatto dell’evento oggetto della informazione sul prezzo dei titoli cui l’informazione si riferiva.

In effetti il ragionamento della Corte d’Appello di Parigi appare assai lineare.

Un’informazione che si riferisce ad un articolo di giornale di imminente pubblicazione può essere, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 1 della direttiva 22 dicembre 2003, n. 124 e dell’art. 7, punto 2, del regolamento 596/2014,

---

affinché una informazione possa ritenersi privilegiata, ossia che tale informazione possa influire sui prezzi degli strumenti finanziari cui essa si rivolge, ove resa pubblica. Potrebbe infatti sembrare una mera duplicazione ma, beninteso, l’angolo di visuale è in effetti differente. Ed infatti mentre ai fini del quarto requisito appena richiamato affinché una informazione possa ritenersi privilegiata, tale informazione dovrà, sia sulla base di una analisi operata *ex ante* che di operatività *ex post*, essere concretamente in grado ed *in re ipsa*, una volta resa di pubblico dominio, di determinare una fluttuazione dei prezzi dei titoli oggetto dal informazione medesima ma - attenzione - a prescindere dalla sua concreta specificità - che invece rappresenta il primo dei requisiti richiesti dalle norme europee in tema di market abuse affinché una informazione possa ritenersi privilegiata -, la condizione in commento disposta all’articolo 1 della direttiva 22 dicembre 2003, n. 124 e successivamente dall’art. 7, punto 2, del regolamento 596/2014 è funzionale alla determinazione di uno dei requisiti sopra richiamati, ossia la effettiva e concreta specificità. Ne consegue una maggiore qualificazione delle definizioni di “informazione privilegiata”, per cui una informazione su emittenti strumenti finanziari, per essere privilegiata, dovrà non soltanto essere “genericamente specifica”, ma concretamente riferirsi ad una serie di circostanze esistenti o di cui si possa realisticamente ritenere che verrà ad esistere o riferirsi ad un evento esistente o di cui possa realisticamente ritenere che verrà ad esistere, ma altresì contenere una serie di elementi di dettaglio tali da poter far ritenere - seconda una analisi operata *ex ante* - che tali circostanze o eventi oggetto della informazioni determinino un qualche effetto sul prezzo dei titoli cui l’informazione è rivolta.

<sup>9</sup> Tale circostanza non può essere negata, considerando in particolar modo come a rendere l’informazione sull’imminente uscita dell’articolo di giornale sia il medesimo autore dell’articolo, per cui in particolare gli interlocutori ricettori della informazione possono serenamente ritenere che quell’evento si concretizzerà a breve.



sufficientemente specifica da poter indurre ogni interlocutore che la riceva a trarre conclusioni sugli effetti dell'evento che ne è oggetto sulla fluttuazione dei prezzi dei titoli cui essa si riferisce, solo in quanto anche l'articolo di giornale - che è l'evento che con tutta probabilità si realizzerà - sia effettivamente specifico e se quindi tali elementi di specificità contenuti nell'articolo siano stati rivelati in sede di informazione.

È proprio su questo punto che la Corte d'Appello, tuttavia, atteso il dubbio sulla corretta interpretazione e dunque applicazione delle norme sopra richiamate, rinvia al Giudice europeo delle leggi, chiedendosi pertanto se affinché una informazione su articolo di giornale riguardante imminente OPA su titoli di società quotata possa dirsi avere carattere sufficientemente preciso, risulti necessario, secondo la corretta interpretazione delle norme, che anche l'articolo di giornale riporti elementi di precisione.

Il ragionamento della CGUE che segue al quesito è fine e va analizzato con estrema attenzione.

Ed infatti in primo luogo la massima autorità giudiziale della Unione Europea menziona letteralmente un relevantissimo precedente della medesima Corte per chiarire come la autorità medesima avesse già, in altro contesto interpretativo dell'articolo 1 della direttiva 124/2003 (e dunque anche dell'art. 7, punto 2, del regolamento 596/2014), escluso dal novero della informazioni privilegiate, in quanto carenti di concreta specificità, tutte le informazioni tante vaghe e generiche da non consentire affatto alcuna valutazione circa il possibile effetto dell'evento o delle circostanze cui esse si riferiscono sul prezzo dei titoli menzionati nell'ambito dell'informazione<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Il riferimento è alla sentenza n. 628/13 emanata dalla Corte giustizia Unione Europea, Sez. II, in data 11/03/2015 tra Jean-Bernard Lafonta e la *Autorité des marchés financiers*, in cui la Corte ha statuito che “*occorre constatare - così come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 37 delle sue*

Partendo dalla circostanza relativa al dubbio posto dal Giudice del rinvio se - posto che una informazione avente ad oggetto la pubblicazione di articolo di giornale riguardante operazioni sul capitale di società quotata, per essere sufficientemente precisa, abbisogna che anche l'articolo in sé riporti elementi che circostanzino l'informazione -, dal momento che l'informazione nella specie ha ad oggetto articolo di giornale riportante "voci di mercato", possa già di per sé escludersi il carattere preciso della informazione, la Corte chiarisce come in verità l'informazione del caso in esame abbia ad oggetto due eventi distinti e non collegati; il primo è la pubblicazione - beninteso non certa ma ragionevolmente probabile - dell'articolo di giornale, mentre il secondo evento è rappresentato dall'effettivo lancio delle offerte pubbliche di acquisto cui l'articolo di riferisce.

Risponde così al quesito posto dal Giudice del rinvio, confermando come i due eventi così dedotti non possano che essere connessi nella loro specificità, affinché l'informazione possa soddisfare entrambe le condizioni previste dell'articolo 1 della direttiva 124/2003 e anche dell'art. 7, punto 2, del regolamento 596/2014; affinché dunque una informazione avente ad oggetto l'imminente pubblicazione di articoli di stampa relativo ad operazioni societarie sul capitale di emittente quotato, possa dirsi di per sé sufficientemente specifico da consentire a colui che riceva l'informazione di determinare ragionevolmente se la pubblicazione dell'articolo potrà determinare una fluttuazione dei prezzi dell'emittente, l'articolo medesimo dovrà riportare elementi

---

*conclusioni - che dal tenore letterale della disposizione suddetta non risulta che le informazioni aventi «carattere preciso» siano costituite unicamente da quelle che rendono possibile stabilire il senso che potrebbe prendere una variazione del prezzo degli strumenti finanziari di cui trattasi o degli strumenti finanziari derivati ad essi connessi. Infatti, secondo il significato comunemente attribuito ai termini impiegati all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, si deve affermare che, perché la condizione in parola sia soddisfatta, è sufficiente che l'informazione sia sufficientemente concreta o specifica da poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento costituente l'oggetto dell'informazione stessa sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali quest'ultima si riferisce. Di conseguenza, la disposizione suddetta esclude dalla nozione di «informazione privilegiata» unicamente le informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi. Tale interpretazione è corroborata tanto dall'economia generale dell'articolo 1 della direttiva 2003/124, quanto dalla finalità della direttiva 2003/6».*

dell'operazione che siano perimenti specifici, elementi beninteso anticipati in sede di informazione.

Posta la appena menzionata conclusione, la Corte esclude dunque che una informazione relativa alla imminente pubblicazione di articolo di giornale in ambito finanziario, possa di per sé essere esclusa dal novero delle informazioni privilegiate poiché prive del carattere della specificità, per il solo fatto che l'articolo riporti "voci di mercato"; dell'articolo di stampa cui l'informazione di riferisce, andrà valutata la concreta specificità caso per caso<sup>11</sup>.

Prosegue dunque la Corte nella propria analisi interpretativa, evidenziando come, posto il passaggio deduttivo di cui appena sopra, sia essenziale valutare in concreto il grado di precisione che l'articolo di stampa riportante voci di mercato su future offerte pubbliche di acquisto debba avere affinché l'informazione resa su di esso possa dirsi in avere "carattere preciso".

Ebbene, a conferma di quanto già esposto, il massimo giudice europeo ribadisce come effettivamente una "voce di mercato", di per sé stessa - senza quindi considerare gli elementi pedissequi del caso concreto - è caratterizzata da incertezza.

La premessa è essenziale per comprendere lo sviluppo del ragionamento.

Per determinare, infatti, la concreta specificità della informazione, è determinante valutare caso per caso la effettiva attendibilità/credibilità della voce riportata nell'articolo di stampa cui l'informazione si riferisce.

Tale attendibilità è, in primo luogo, data dalla presenza, nell'ambito dell'articolo di giornale, dagli elementi fondanti l'operazione societaria indicati dal

---

<sup>11</sup> Ed infatti secondo la Corte "*se si dovesse ritenere che un'informazione non sia qualificabile come "informazione privilegiata", ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, per il solo fatto che riguarda la pubblicazione di una voce, molte informazioni suscettibili di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati esulerebbe dall'ambito di applicazione di tale direttiva e potrebbero quindi essere utilizzate dai partecipanti ai mercati finanziari, che ne sono in possesso e che ne traggono profitto a scapito di coloro che le ignorano (v., in tal senso, sentenza del 28 giugno 2012, *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:397, punto 36 e giurisprudenza ivi citata)*".

giornalista all'interno dell'articolo medesimo, ossia in particolare il nome dell'emittente dei titoli che saranno oggetto di offerta, il nome del potenziale investitore, oltre che il prezzo per titolo pagato dell'offerente<sup>12</sup>.

L'attendibilità della voce riportata nell'articolo - e dunque, a cascata, il carattere di specificità della informazione resa a monte dal giornalista, sufficientemente precisa da consentire di valutare ragionevolmente i possibili effetti dell'evento (o meglio degli eventi, l'articolo in sé oltre che le OPA) sul prezzo dei titoli cui l'articolo fa riferimento - è inoltre fondata da elementi ulteriori ed esterni alle operazioni oggetto della "voce", ossia in primo luogo la notorietà del giornalista autore dell'articolo di stampa oltre che dell'organo di stampa per mezzo del quale esso è pubblicato che, inevitabilmente, contribuiscono - secondo una valutazione inevitabilmente *ex ante* - a fondare negli interlocutori ricettori dell'informazione la convinzione che gli eventi dedotti si avvereranno effettivamente ed alle condizioni descritte nell'articolo<sup>13</sup>.

Va da sé, dunque, che al fine di qualificare una informazione relativa alla imminente pubblicazione di articolo di giornale su operazioni finanziarie quale sufficientemente specifica da consentire una valutazione ragionevole sui possibili effetti dell'articolo sui mercati, è necessario non soltanto che l'articolo riporti elementi di specificità relativi alla operazione, ma altresì che tali elementi siano anticipati in sede di informazione quale contenuto del futuro articolo di stampa.

Da ultimo, la Corte risponde all'ulteriore quesito in ordine alle norme della

---

<sup>12</sup> Elemento che la Corte, concordando con quanto espresso dall'Avvocato Generale in sede di giudizio principale, ha ritenuto non necessariamente qualificante il grado di precisione dell'informazione a monte, allorquando l'articolo di giornale individui, ad esempio, il premio di maggioranza pagato dall'offerente o altro elemento che consenta di intendere il valore generale dell'operazione di acquisto.

<sup>13</sup> Tale ragionamento è tanto più fondato prendendo in considerazione investitori non istituzionali che, in quanto tali, hanno a disposizione elementi di valutazione non qualificati. Ed infatti pare piuttosto evidente come un investitore *retail* sarà tanto più stimolato a formulare ipotesi concludenti di impatto di un particolare evento sui mercati finanziari, quanto più sarà elevato il grado di professionalità e conseguente credibilità del nome del giornalista che si accinga a narrare tale evento in ambito giornalistico.

direttiva MAD e del regolamento 596/2014, ossia se l'effettiva alterazione dei prezzi dei titoli provocata dalla pubblicazione dell'articolo di stampa che era stato oggetto della informazione e che, naturalmente, conteneva indicazioni circa possibili operazioni sul capitale delle emittenti dei titoli in menzione, possa, sulla scorta di una valutazione *ex post*, costituire un elemento di valutazione del carattere di effettiva precisione della informazione a monte.

La risposta della Corte è netta e cristallina.

Gli effetti dell'articolo sui prezzi dei titoli, valutati *ex post*, possono costituire una mera prova, in un procedimento amministrativo o civile, ai fini della qualifica della informazione a monte quale avente carattere preciso, ma non possono di per sé stessi e senza ulteriori elementi a supporto - quali appunto quelli pedissequamente determinati dalla Corte nel corso del procedimento con riferimento al caso di specie – essere sufficienti a fondare il carattere di precisione dell'informazione.

4. All'esito del procedimento interpretativo e del pregiato passaggio motivazionale sopra riportato, la Corte ha così disposto: *“L'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), deve essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente “carattere preciso”, ai sensi di tale disposizione e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e che, ai fini*

della valutazione di detto carattere preciso, e sempreché siano stati comunicati prima della pubblicazione in questione, sono rilevanti il fatto che l'articolo di stampa in parola indicherà il prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto nonché l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione. Quanto all'influenza effettiva della pubblicazione considerata sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce, anche se può costituire una prova ex post del carattere preciso di detta informazione, essa non può essere sufficiente, di per sé, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, a dimostrare un siffatto carattere preciso”.

5. Sotto un profilo cronologico, il primo intervento normativo operato dalla Unione Europea - allora Comunità Europea - in tema di abusi di mercato è rappresentato dalla direttiva 89/592/CEE del Consiglio del 13 dicembre 1989, recepita in Italia con L. 6 agosto 1990, n. 223, L. 17 maggio 1991, n. 157 e D.M. 30 novembre 1991, n. 425, anche nota come “Direttiva *insider trading*” o “DIT”.

La direttiva in parola costituiva di fatto il primo passo dell'Unione - allora, invero, Comunità - europea verso la conciliazione delle normative regolamentari ed amministrative in materia di mercati finanziari, andando a fornire una definizione unitaria del fenomeno dell'*insider trading*.

Valga inoltre evidenziare come già dai considerando dell'abrogata direttiva emergesse come il contrasto al fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiato sia fondamentale al fine di preservare la fiducia degli investitori nei mercati che è elemento basilare e fondante il buon funzionamento dei mercati medesimi; l'asimmetria informativa e, dunque, la non parità di condizioni che è conseguenza immediata e diretta dell'abuso di informazioni privilegiate lede gli interessi del mercato ingenerando una sfiducia generalizzata dell'investitore - in particolare *retail* -

La nozione di “informazione privilegiata” riprodotta all’art. 1 della direttiva 89/592 è rimasta immutata nel tempo poiché letteralmente ripresa e replicata sia nella direttiva MAD 2003/6 sia nella più recente Reg. (UE) N. 596/2014.

Sebbene i propositi della DIT fossero di grande pregio, tale ultimo è risultato poco incisivo sia in termini di enforcement del divieto di abuso di informazioni privilegiate all’interno degli Stati membri sia in termini di armonizzazione delle discipline nazionali in materia di *insider trading*, come peraltro evidenziato nell’11° Considerando della MAD<sup>14</sup>

Tra le motivazioni alla base dell’introduzione della direttiva 3/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 - oltre la già evidenziata inadeguatezza della precedente DIT a compulsare l’armonizzazione delle normative nazionali in tema di abusi di mercati - v’è la volontà dell’Unione di implementare misure preventive di contrasto a potenziali scandali finanziari sulla scia degli eventi legati ad Enron e Worldcom<sup>15</sup>, eventi che hanno gravemente minato la stabilità dei mercati finanziari influenzando in via dirimente sulla fiducia degli investitori.

Dai considerando - in particolare il 2 ed il 12 - alla MAD risulta ancora chiaro come l’Unione sia tornata a regolamentare gli abusi di mercato, al fine di cercare una maggiore armonizzazione tra le discipline nazionali, sul presupposto che tali abusi ledano l’integrità dei mercati finanziari minando la fiducia degli investitori nei valori mobiliari e negli strumenti derivati<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Sul tema, v. G. Ferrarini, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in Riv. Società, 2004, 43-76.

<sup>15</sup> Cfr. European Parliamentary Financial Services Forum, *The integrity of financial markets, accounting scandals and corporate governance*, 5 novembre 2002.

<sup>16</sup> A mente di G. Ferrarini, op. cit. p. 46 e ss., la ratio offerta dai considerando della direttiva MAD rispetto al contrasto degli abusi di mercato, con particolare riferimento all’abuso di informazione privilegiata, risulta “quasi tautologica”. Secondo l’A., infatti, gli investitori “non informati” non sono portati dagli insiders a negoziare i propri titoli ad un prezzo ingiusto; il danno che deriva dall’abuso dell’informazione è l’asimmetria informativa che si crea tra l’insider e la platea degli investitori “non informati” e ciò, beninteso, non in termini di effetti che l’abuso ha generato sul prezzo dei titoli - che

Sotto un profilo definitorio, la MAD non introduce novità rispetto alla precedente DIT rispetto alla declinazione della “informazione privilegiata”, mentre la Dir. 2003/124/CE<sup>17</sup> ha avuto il pregio di offrire elementi di maggiore circostanziazione dell’elemento caratteristico della “specificità” che l’informazione deve avere per essere ritenuta privilegiata.

L’ultimo e più recente intervento comunitario di regolamentazione della disciplina degli abusi di mercato è rappresentato dal Regolamento (UE) N. 596/2014.

In primo luogo, v’è da evidenziare come a fronte delle scelte di politica legislativa operate dall’Unione con la DIT e la MAD - scelte che, come emerge dal preambolo del nuovo regolamento hanno determinato un assottigliamento delle differenze dei comparti normativi nazionali in tema di abusi di mercato meno netta di quanto ci si aspettava e, dunque, un grado di armonizzazione non ancora soddisfacente - si sia adottata la modalità del regolamento al fine non soltanto di cementificare i risultati già ottenuti in termini di uniformazione dei rispettivi ordinamenti finanziari, ma altresì di offrire un quadro regolamentare (finalmente) comune in tema di abusi di mercato.

Il regolamento in parola mantiene i crismi definitori della nozione di informazione privilegiata già offerti dalle precedenti direttive, integrando tuttavia altresì al suo interno la declinazione del carattere della “specificità” della informazione prima offerta dalla sopra menzionata Dir. 2003/124, ma sotto un profilo organico, anticipa il livello di protezione degli investitori dalle asimmetrie informative ingenerate dall’abuso di informazioni privilegiate nelle ipotesi in cui l’evento oggetto dell’informazione sia a formazione progressiva; infatti a l’articolo 7, par. 2 del regolamento, stabilisce che, nell’eventualità in cui la realizzazione di una particolare circostanza (o futuro evento) necessiti di un processo prolungato per concretizzarsi,

---

non è mai tale da indurre gli altri investitori “non informati” a negoziare - ma piuttosto con riferimento ai costi di transazione che vengono sopportati da tali ultimi investitori.

<sup>17</sup> La Dir. 2003/124/CE si pone nel quadro delle misure attuative della MAD insieme anche alle Dir. 2003/125/CE del 22 dicembre 2003 e Dir. 2004/72/CE del 29 aprile 2004 ed al Reg. (CE) 2273/2003 del 22 dicembre 2003.



“tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell’evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso”<sup>18</sup>.

6. Il provvedimento in commento rappresenta un ulteriore ed importante passaggio nel processo di declinazione pratica e fattuale dei criteri normativi che identificano il concetto di informazione privilegiata, con particolare riferimento al carattere della specificità.

La Corte, nel caso appena analizzato, si riporta a quanto già statuito nell’ambito della precedente sentenza del 11 marzo 2015, nell’ambito della causa 628/13, Jean-Bernard Lafonta contro Autorité des marchés financiers, per rimarcare come qualsivoglia informazione tanto vaga e generiche da non consentire affatto alcuna valutazione circa il possibile effetto dell’evento o delle circostanze cui esse si riferiscono sul prezzo dei titoli, non può mai essere ritenuta privilegiata poiché carente del requisito della specificità; applicando tale principio al caso di specie esclude dunque che possa essere inquadrato quale abuso di informazione privilegiata la circostanza che un giornalista finanziario anticipi a sue fonti abituali l’imminente pubblicazione di un articolo di stampa su operazioni di acquisizione massiva di azioni

---

<sup>18</sup> L’innovazione portata da tale ultimo regolamento rappresenta la codificazione normativa di un orientamento giurisprudenziale della CGUE espressa nell’ambito della Sent. Sentenza, 28/06/2012, n. 19/11 nel caso Markus Geltl c. Daimler AG nell’ambito della quale la Corte ha statuito che “Gli artt. 1, punto 1, della Direttiva n. 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e 1, paragrafo 1, della Direttiva n. 2003/124/CE della Commissione del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della Direttiva n. 2003/6/CE, per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, devono essere interpretati nel senso che in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi”.

di società quotate senza tuttavia anticipare e rendere noto a tali ultimi, in via privilegiata ed evidentemente abusiva, i termini specifici di quelle operazioni.

La lettura della Corte è, a modesto avviso dell'autore, assolutamente condivisibile.

La sola informazione circa l'imminente pubblicazione di articolo di stampa su OPA rispetto al capitale di società quotate, senza che siano resi noti gli ulteriori e specifici elementi delle operazioni medesimi - che sono invece lasciati alla divulgazione di stampa futura e dunque, di pubblico dominio - non è di per sé sufficiente, senza ulteriori elementi di dettaglio, a consentire ai soggetti informati di valutare *ex ante* gli effetti della pubblicazione medesima dell'articolo sul prezzo dei titoli delle società coinvolte nella operazione e, dunque, a cascata, di assumere scelte circa ipotetici investimenti speculativi su quei titoli.

A contrario, ove il giornalista, nel divulgare ai propri abituali informatori, la notizia dell'imminente pubblicazione dell'articolo, anticipi altresì il contenuto proprio e specifico dell'articolo, rendendo così l'informazione nel suo complesso specifica e, dunque, privilegiata, porrebbe in essere un pieno abuso andando a determinare una asimmetria informativa - benché temporanea - tra i soggetti informati ed il resto della platea degli investitori o potenziali tali, consentendo dunque ai primi di speculare nell'utilizzo della informazione specifica e giovare dell'incremento di prezzo dei titoli ingenerato dalla pubblicazione dell'articolo di stampa.

**Jacopo Paoloni**

*Assegnista di ricerca*

*nell'Università degli Studi di Roma Tre*

**TRIBUNALE DELL'UNIONE EUROPEA**  
**SEZ. SECONDA AMPLIATA**  
**SENTENZA 11 MAGGIO 2022, T-913/16**

1. La Finanziaria d'investimento Fininvest SpA (Fininvest) è una holding di diritto italiano di cui il sig. S. B. detiene il 61,21% tramite partecipazioni in quattro società di diritto italiano.
2. La Mediolanum era una società di partecipazione finanziaria mista quotata in borsa che, sino al 30 dicembre 2015, deteneva il 100% del capitale di Banca Mediolanum SpA.
3. La Fininvest deteneva il 30,1% del capitale sociale della Mediolanum e la Fin. Prog. Italia deteneva il 26,5% del capitale di tale società.
4. A seguito dell'entrata in vigore del decreto legislativo del 4 marzo 2014 n. 53 - Attuazione della direttiva 2011/ 89/UE, che modifica le direttive 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE e 2009/138/CE, per quanto concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario (GURI n. 76, del 1° aprile 2014, pag. 1790), la Banca d'Italia ha avviato un procedimento per valutare i ricorrenti, la Fininvest e il sig. B., nella loro qualità di azionisti qualificati di società di partecipazione finanziaria mista.
5. Con provvedimento del 7 ottobre 2014 la Banca d'Italia ha ritenuto che il sig. B. non soddisfacesse più il requisito di onorabilità richiesto dal decreto ministeriale del 18 marzo 1998 n. 144 [... Omissis...] per effetto della condanna definitiva alla pena della reclusione per il reato di frode fiscale a seguito della sentenza n. 35729/13 della Corte suprema di cassazione del 1° agosto 2013 (in prosieguo: la "decisione del 7 ottobre 2014").
6. Per tale motivo, la Banca d'Italia ha, da un lato, ordinato la sospensione dei diritti di voto dei ricorrenti e la cessione delle loro partecipazioni eccedenti il 9,99% nella Mediolanum e, dall'altro, ha respinto la richiesta di autorizzazione presentata da questi ultimi allo scopo di detenere una partecipazione qualificata.

7. I ricorrenti hanno impugnato il provvedimento del 7 ottobre 2014 dinanzi al Tribunale amministrativo regionale per il Lazio (Italia) che, con sentenza del 5 giugno 2015, ha respinto il ricorso.

8. Il 30 dicembre 2015, al termine di un'operazione di fusione per incorporazione inversa, la Mediolanum è stata incorporata dalla sua controllata Banca Mediolanum.

9. Il 3 marzo 2016 il Consiglio di Stato (Italia) ha accolto l'appello proposto dai ricorrenti avverso la sentenza del Tribunale amministrativo regionale per il Lazio e ha annullato il provvedimento del 7 ottobre 2014.

10. A seguito della fusione menzionata al precedente punto 8 e della sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016 menzionata al precedente punto 9, la Banca d'Italia e la Banca centrale europea (BCE) hanno considerato che fosse necessaria una nuova istanza di autorizzazione, relativa a tale partecipazione qualificata, [... Omissis...].

11. Con lettera del 14 luglio 2016 la Banca d'Italia ha invitato la Fininvest a presentare entro quindici giorni un'istanza per l'avvio di un procedimento autorizzativo di acquisto di una partecipazione qualificata. Non essendo stata presentata alcuna istanza entro il termine impartito, il 3 agosto 2016 la Banca d'Italia ha deciso di avviare d'ufficio un procedimento amministrativo nei confronti della Fininvest, all'esito del quale ha trasmesso alla BCE, ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU 2013, L 287, pag. 63), una proposta di decisione, datata 23 settembre 2016, contenente un giudizio negativo sull'onorabilità degli acquirenti della partecipazione in questione in Banca Mediolanum e in cui invitata la BCE ad opporsi all'acquisizione.

12. Con la sua decisione ECB/SSM/2016 - 7LVZJ6XRIE7VNZ4UBX81/4, del 25 ottobre 2016, la BCE si è opposta all'acquisizione, da parte dei ricorrenti, della partecipazione qualificata in Banca Mediolanum, in quanto essi non soddisfacevano il requisito dell'onorabilità e sussistevano seri dubbi in merito alla loro capacità di garantire in prospettiva futura una sana e prudente gestione di tale ente finanziario (in prosieguo: la "decisione impugnata").

13. In particolare, la BCE ha ritenuto, ai sensi degli articoli 19 e 25 del TUB e dell'articolo 1 del decreto ministeriale n. 144, di recepimento della direttiva 2013/36, che, tenuto conto del fatto che il sig. B., azionista di maggioranza e proprietario effettivo della Fininvest, era l'acquirente indiretto della partecipazione in Banca Mediolanum e che era stato condannato in via definitiva a quattro anni di reclusione per frode fiscale, il requisito dell'onorabilità imposto ai detentori di partecipazioni qualificate, ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2013/36, come recepita, non era soddisfatto. Essa si è altresì fondata sul fatto che il sig. B. avrebbe commesso ulteriori irregolarità e avrebbe riportato ulteriori condanne, analogamente ad altri membri degli organi direttivi della Fininvest.

## **II. Procedimento e conclusioni delle parti.**

[... Omissis...]

24. I ricorrenti chiedono che il Tribunale voglia: - annullare la decisione impugnata; - condannare la BCE alle spese.

25. La BCE e la Commissione chiedono che il Tribunale voglia: - respingere il ricorso; - condannare i ricorrenti alle spese.

## **III. In diritto**

26. A sostegno del loro ricorso, i ricorrenti deducono dieci motivi.

27. Il primo motivo verte, in sostanza, sulla violazione dell'articolo 4, paragrafo 1, dell'articolo 5, paragrafo 2, e dell'articolo 13, paragrafo 2, TUE; dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE; dell'articolo 1, paragrafo 5, dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013; degli articoli 86 e 87 del regolamento (UE) n. 468/2014 della BCE, del 16 aprile 2014, che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la BCE e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate (GU 2014, L 141, pag. 1), nonché degli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36; su un errore di diritto e uno sviamento di potere, in quanto la BCE avrebbe applicato tali disposizioni a persone che già detenevano una partecipazione qualificata. Il secondo motivo verte sull'eccezione d'illegittimità avverso la direttiva 2013/36 alla luce del principio di non retroattività degli atti di diritto derivato. Il terzo motivo verte su una violazione dei principi della certezza del diritto e dell'autorità di cosa giudicata formatasi sulla sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016.

Il quarto motivo verte, in sostanza, sulla violazione dell'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento n. 1024/2013, dell'articolo 23, paragrafi 1 e 4, della direttiva 2013/36 e dei principi generali di legalità, certezza del diritto e prevedibilità. Il quinto motivo verte su un difetto di valutazione e di motivazione in cui è incorsa la BCE in relazione al criterio della probabile influenza del candidato acquirente sull'ente creditizio ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1, della direttiva 2013/36. Il sesto motivo verte su una violazione del principio di proporzionalità e degli articoli 16 e 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (in prosieguo: la "Carta"). Il settimo motivo riguarda la violazione dei diritti della difesa e del diritto di accesso al fascicolo. L'ottavo motivo verte sull'eccezione d'illegittimità dell'articolo 31, paragrafo 3, del regolamento n. 468/2014, che prevede che gli interessati dispongono di un termine di tre giorni per presentare le loro osservazioni scritte sugli elementi su cui si basa la futura decisione della BCE. Il nono motivo verte, in sostanza, sull'illegittimità degli atti preparatori adottati dalla Banca d'Italia. Il decimo motivo verte sull'eccezione d'illegittimità degli articoli 4, paragrafo 3, e dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013, in quanto incompatibili con il diritto a una tutela giurisdizionale effettiva.

*Sul primo motivo, vertente, in sostanza, su una violazione dell'articolo 4, paragrafo 1, dell'articolo 5, paragrafo 2, e dell'articolo 13, paragrafo 2, TUE; dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE; dell'articolo 1, paragrafo 5, dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013; degli articoli 86 e 87 del regolamento n. 468/2014 nonché degli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36, su un errore di diritto e su uno sviamento di potere.*

28. I ricorrenti sostengono, essenzialmente, che la decisione impugnata è contraria all'articolo 15, paragrafo 3, del regolamento n. 1024/2013 e agli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36, nei limiti in cui la BCE ha qualificato la fusione per incorporazione della Mediolanum in Banca Mediolanum come acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi di tali disposizioni. [... Omissis...]

29. I ricorrenti sostengono altresì che, nel caso di specie, prima della fusione di cui trattasi, essi erano già formalmente e sostanzialmente proprietari delle partecipazioni qualificate in Banca Mediolanum [... Omissis...].

30. La BCE, sostenuta dalla Commissione, contesta tale argomentazione.

31. Al riguardo, occorre rilevare che l'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), del regolamento n. 1024/2013 prevede che la BCE ha competenza esclusiva nell'assolvimento del compito di *“valutare le notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi, tranne nel caso della risoluzione di una crisi bancaria, e fatto salvo l'articolo 15”* di detto regolamento.

32. L'articolo 15, paragrafo 3, del regolamento n. 1024/2013 dispone, dal canto suo, che la BCE decide se vietare o meno l'acquisizione sulla base dei criteri di valutazione stabiliti dal pertinente diritto dell'Unione europea e conformemente alla procedura ed entro i termini per la valutazione ivi stabiliti.

33. Inoltre, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 3, prima frase, del regolamento n. 1024/2013, *“ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti dal presente regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive”*.

34. Ne consegue che la BCE è tenuta, ai fini dell'assolvimento dei suoi compiti, ad applicare le disposizioni del regolamento n. 1024/2013 e le disposizioni del diritto nazionale di recepimento della direttiva 2013/36, lette alla luce di tale direttiva (v., in tal senso e per analogia, sentenza del 24 aprile 2018, Caisse régionale de crédit agricole mutuel Alpes Provence e a./BCE, da T-133/16 a T-136/16, EU:T:2018:219, punti da 47 a 50).

35. La procedura di valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate è prevista dall'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013, dagli articoli da 85 a 87 del regolamento n. 468/2014 e dall'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36. [... Omissis...].

36. L'articolo 19 del TUB, come modificato dal decreto legislativo n. 72, che ha recepito nell'ordinamento italiano il contenuto della direttiva 2013/36, attribuisce alla Banca d'Italia la competenza a rilasciare autorizzazioni all'acquisizione di partecipazioni qualificate in enti finanziari. L'articolo 19, comma 5, del TUB precisa inoltre che tali autorizzazioni sono rilasciate *“quando ricorrono condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente della banca, valutando la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del progetto di*

*acquisizione in base ai seguenti criteri: la reputazione del potenziale acquirente ai sensi dell'articolo 25" del TUB.*

37. L'articolo 25, comma 1, del TUB, rubricato "Partecipanti al capitale", precisa che i titolari delle partecipazioni indicate all'articolo 19 del TUB devono possedere requisiti di onorabilità e soddisfare criteri di competenza e correttezza in modo da garantire la sana e prudente gestione della banca.

[... Omissis...]

42. L'analisi del primo motivo implica che si valuti se, come sostengono i ricorrenti, la BCE abbia erroneamente considerato, ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36 nonché della normativa italiana adottata per recepire tale disposizione, che essi avevano acquisito una partecipazione qualificata per effetto della fusione in questione e della sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, che ha annullato, in particolare, la limitazione dell'esercizio dei diritti di voto connessi alla loro partecipazione e la cessione delle loro quote nella Mediolanum eccedenti il 9,99%.

43. Ai fini di tale esame, si deve, innanzitutto, interpretare la nozione di "acquisizione di una partecipazione qualificata" e, successivamente, valutare se la BCE abbia legittimamente qualificato l'operazione di fusione come acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36, come recepito nel diritto nazionale.

*Sull'interpretazione della nozione di acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36.*

44. In primo luogo, occorre rammentare che, secondo una costante giurisprudenza, tanto l'applicazione uniforme del diritto dell'Unione quanto il principio di uguaglianza esigono che i termini in cui è formulata una disposizione di diritto dell'Unione, la quale non contenga alcun rinvio espresso al diritto degli Stati membri al fine di determinare il suo senso e la sua portata, devono di norma ricevere, in tutta l'Unione, un'interpretazione autonoma e uniforme (v. sentenza del 5 dicembre 2013, Vapenik, C-508/12, EU: C:2013:790, punto 23 e giurisprudenza ivi citata; sentenza dell'11 aprile 2019, Tarola, C-483/17, EU:C:2019:309, punto 36).



45. L'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e l'articolo 22 della direttiva 2013/36 non contengono alcun rinvio espresso alle normative degli Stati membri per determinare il senso e la portata della nozione di acquisizione di una partecipazione qualificata.

46. Certamente, l'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento n. 1024/2013, prevede che, ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti da tale regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove il pertinente diritto dell'Unione sia costituito da regolamenti e tali regolamenti concedano esplicitamente opzioni per gli Stati membri, la BCE applica anche la legislazione nazionale di esercizio di tali opzioni.

47. Tuttavia, se è vero che tale disposizione contiene un rinvio generale al diritto nazionale adottato per l'attuazione del pertinente diritto dell'Unione, essa non può essere intesa come un rinvio espresso, per l'interpretazione della nozione di acquisizione di una partecipazione qualificata, al diritto degli Stati membri ai sensi della giurisprudenza rammentata al precedente punto 44.

48. Infatti, se l'applicabilità della valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate dipendesse dall'interpretazione di tale nozione negli ordinamenti nazionali, l'obbligatorietà di tale valutazione sarebbe messa in discussione.

49. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22 della direttiva 2013/36, tale nozione deve quindi essere considerata una nozione autonoma del diritto dell'Unione, da interpretare in maniera uniforme sul territorio di tutti gli Stati membri (v., in tal senso e per analogia, sentenza del 14 novembre 2019, *State Street Bank International*, C-255/18, EU: C:2019:967, punto 33).

[... Omissis...]

53. Inoltre, dal considerando 23 del regolamento n. 1024/2013 emerge che la solidità prudenziale di un ente creditizio presuppone il rispetto delle norme dell'Unione che gli impongono di detenere un dato livello di capitale a copertura dei rischi insiti nella sua attività, di limitare le esposizioni, di pubblicare le informazioni relative alla sua situazione finanziaria, di disporre di attività liquide sufficienti a superare le situazioni di stress sui mercati e di limitare la

leva finanziaria. Orbene, il rispetto di tali regole dipende altresì strettamente dall'idoneità dei proprietari degli enti creditizi e di qualsiasi nuovo proprietario prima che esso acquisti una quota rilevante nell'ente creditizio.

[... Omissis...]55. Pertanto, contrariamente a quanto sostenuto dai ricorrenti, alla luce del contesto in cui si inserisce la procedura di autorizzazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate e degli obiettivi da essa perseguiti, tale nozione non può essere interpretata restrittivamente in modo da applicarsi solo ai casi di acquisizioni derivanti dall'acquisto di azioni sul mercato e da escludere altri tipi di operazioni che consentono a taluni soggetti di acquisire una partecipazione qualificata, come un concambio.

56. Infatti, una siffatta interpretazione restrittiva avrebbe l'effetto di consentire di aggirare la procedura di valutazione, sottraendo al controllo della BCE alcuni modi di acquisizione di partecipazioni qualificate e, di conseguenza, l'effetto di mettere in discussione tali obiettivi.

57. Inoltre, dalla stessa formulazione dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36 emerge che la procedura di valutazione dell'acquisizione di partecipazioni qualificate in un ente creditizio si applica sia alle acquisizioni dirette sia a quelle indirette. Pertanto, quando, nel corso di una data operazione, una partecipazione qualificata indiretta diventa diretta o quando il grado di controllo indiretto di tale partecipazione qualificata viene modificato, in particolare quando una partecipazione posseduta indirettamente attraverso due società diventa indirettamente posseduta attraverso una sola società, la detenzione stessa di una partecipazione qualificata viene modificata nella sua struttura giuridica, di modo che una siffatta operazione deve essere considerata come l'acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi di tale disposizione. Qualsiasi altra soluzione rischierebbe di mettere in discussione gli obiettivi della normativa dell'Unione rammentati ai precedenti punti da 52 a 56.

58. In terzo luogo, tenuto conto del tenore letterale dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 nonché degli articoli 22, paragrafo 1, e 23, paragrafo 1, della direttiva 2013/36, del loro contesto e dei loro obiettivi, l'applicabilità della procedura di autorizzazione dell'acquisizione di una partecipazione qualificata a una determinata operazione non può essere subordinata ad una modifica della probabile influenza che gli acquirenti di partecipazioni qualificate possano esercitare sull'ente creditizio oggetto di tale operazione.

59. Infatti, dall'articolo 23, paragrafo 1, della direttiva 2013/36, intitolato "Criteri di valutazione", emerge che la probabile influenza di un candidato acquirente sull'ente creditizio di cui trattasi rientra tra i fattori che devono essere presi in considerazione ai soli fini della valutazione dell'idoneità di tale candidato e della solidità finanziaria del progetto di acquisizione. Invece, tale fattore non è menzionato all'articolo 22, paragrafo 1, della stessa direttiva, che disciplina la notifica delle acquisizioni di una partecipazione qualificata. Pertanto, il suddetto fattore non è rilevante ai fini della qualificazione di una operazione come acquisizione di una partecipazione qualificata.

60. Di conseguenza, contrariamente a quanto sostenuto, in sostanza, dai ricorrenti, l'applicabilità della procedura di autorizzazione dell'acquisizione di una partecipazione qualificata non è subordinata a una modifica della probabile influenza che il candidato acquirente è in grado di esercitare sull'ente creditizio.

61. In quarto luogo, i ricorrenti sostengono che gli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36 devono essere interpretati restrittivamente, di modo che essi riguardano solo le potenziali acquisizioni di partecipazioni qualificate in enti creditizi. [... Omissis...].

62. Tuttavia, gli obiettivi della procedura di valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate implicano che le disposizioni che prevedono tale procedura non devono essere interpretate restrittivamente.

63. Certamente, l'articolo 15 del regolamento n. 1024/ 2013 e l'articolo 22 della direttiva 2013/36 prevedono un controllo *ex ante* sulle acquisizioni di partecipazioni qualificate negli enti creditizi, motivo per cui la formulazione di tali disposizioni fa riferimento a un'acquisizione "proposta" o a un "progetto" di acquisizione e a un "candidato acquirente". Tuttavia, tali disposizioni non possono essere interpretate come non applicabili a operazioni che possono essere qualificate come acquisizione di una partecipazione qualificata per il solo fatto che una tale operazione sia già stata posta in essere, senza che gli acquirenti ne abbiano informato le autorità competenti e senza che abbiano atteso la loro autorizzazione. Infatti, un'interpretazione del genere priverebbe le suddette disposizioni di qualsiasi effetto utile e comprometterebbe l'obiettivo che perseguono.

64. Inoltre, dall'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), dall'articolo 6, paragrafo 4, e dall'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 emerge che il legislatore dell'Unione ha conferito alla BCE la competenza esclusiva a valutare l'acquisizione di partecipazioni qualificate in tutti gli enti creditizi. Tale competenza non può quindi essere considerata un'eccezione al criterio generale della significatività degli enti creditizi.

65. In quinto luogo, i ricorrenti sostengono che l'interpretazione degli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36 effettuata dalla BCE è contraria all'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, che esclude la possibilità di attribuire a tale istituzione compiti di vigilanza prudenziale sulle società di assicurazione.

66. Tuttavia, gli obiettivi delle disposizioni in questione non potrebbero essere soddisfatti se il semplice fatto che un ente creditizio svolga anche attività assicurative avesse l'effetto di sottrarlo al controllo della BCE.

67. La procedura di valutazione in questione si applica quindi alle acquisizioni di partecipazioni qualificate in un ente creditizio, indipendentemente dal fatto che esso svolga anche attività assicurative, e la BCE non ha commesso alcun errore di diritto a questo riguardo.

*Sulla qualificazione della fusione per incorporazione della Mediolanum da parte di Banca Mediolanum come acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36 e della normativa italiana risultante dal recepimento di tale disposizione.*

68. Occorre verificare se, come sostengono i ricorrenti, la BCE abbia erroneamente ritenuto che, a seguito della fusione per incorporazione della Mediolanum in Banca Mediolanum e della sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, i ricorrenti avessero acquisito una partecipazione qualificata ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36 nonché della normativa italiana risultante dal recepimento di tale disposizione.

69. A tal riguardo, è pacifico che la fusione per incorporazione della Mediolanum in Banca Mediolanum è consistita in un concambio con cui la Fininvest ha acquisito giuridicamente azioni di Banca Mediolanum laddove non ne possedeva prima della fusione.

70. Infatti, prima della fusione e della decisione del 7 ottobre 2014 con la quale la Banca d'Italia ha sospeso i diritti di voto dei ricorrenti e ha ordinato la cessione delle loro quote nella Mediolanum che eccedevano il 9,99%, la Fininvest e il sig. B. tramite quest'ultima disponevano del 30,16% delle quote della Mediolanum, che a sua volta deteneva il 100% delle quote di Banca Mediolanum.

71. Nella misura in cui la quota dei diritti di voto che potevano essere esercitati indirettamente, tramite la Mediolanum, dalla Fininvest era superiore alla soglia del 20% prevista dall'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2013/36, la Fininvest e, di conseguenza, il sig. B. detenevano indirettamente una partecipazione qualificata in Banca Mediolanum, come da essi sostenuto.

72. In seguito alla decisione del 7 ottobre 2014 con cui la Banca d'Italia ha sospeso il diritto di voto dei ricorrenti, ha negato il rilascio di un'autorizzazione che permettesse loro di detenere una partecipazione qualificata nella Mediolanum e ha ordinato loro di cedere le loro quote nella Mediolanum eccedenti il 9,99%, la partecipazione indiretta dei ricorrenti non costituiva più una partecipazione qualificata.

73. A seguito della fusione per incorporazione della Mediolanum da parte di Banca Mediolanum, avvenuta il 30 dicembre 2015, la Fininvest è diventata titolare diretta del 9,99% delle azioni di Banca Mediolanum.

74. La Fininvest, che è l'acquirente principale nell'operazione in questione e di cui il sig. B. è l'azionista di maggioranza indiretto, non possedeva alcuna azione di Banca Mediolanum prima della fusione invertita, poi, a seguito di tale operazione, è divenuta proprietaria di azioni di Banca Mediolanum.

75. Pertanto, da un lato, la partecipazione indiretta della Fininvest in Banca Mediolanum è diventata una partecipazione diretta.

76. Dall'altro lato, dopo l'annullamento della decisione del 7 ottobre 2014 con la sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, la Fininvest è diventata titolare diretta del 30,16% delle azioni di Banca Mediolanum.

77. Pertanto, come ritenuto dalla BCE nella decisione impugnata, la partecipazione indiretta della Fininvest in Banca Mediolanum è diventata, a seguito della fusione in questione e della sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, una partecipazione diretta qualificata.

78. Avendo l'entità controllata dal sig. B. acquisito una partecipazione qualificata diretta in Banca Mediolanum, si deve considerare che anche la struttura giuridica della partecipazione qualificata indiretta del sig. B. in Banca Mediolanum è stata modificata.

79. Infatti, mentre il sig. B. deteneva una partecipazione indiretta in Banca Mediolanum, inizialmente attraverso la Fininvest e successivamente attraverso la Mediolanum, egli detiene ora una partecipazione indiretta in Banca Mediolanum unicamente attraverso la Fininvest.

80. Ne consegue che la fusione in questione ha avuto l'effetto, a seguito della sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, di modificare la struttura giuridica della partecipazione qualificata dei ricorrenti in Banca Mediolanum e che, pertanto, la BCE ha correttamente qualificato tale operazione come acquisto di una partecipazione qualificata ai sensi dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dell'articolo 22 della direttiva 2013/36, e ciò anche se l'importo della partecipazione qualificata dei ricorrenti non è stato modificato rispetto a quello di cui disponevano in precedenza attraverso la Mediolanum.

81. A tal riguardo, il fatto che i ricorrenti detenessero già una partecipazione qualificata in Banca Mediolanum, [... Omissis...] non è idoneo a dimostrare che la decisione impugnata abbia erroneamente ritenuto che i ricorrenti avessero acquisito una partecipazione qualificata, dato che tali patti non mettono in discussione il fatto che la struttura giuridica della partecipazione qualificata dei ricorrenti sia stata modificata.

82. In tali circostanze, anche l'argomento secondo cui la BCE avrebbe effettuato un controllo più di un anno dopo la fusione in violazione degli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36, che consentono solo una valutazione prospettica, deve essere respinto.

83. Da un lato, si deve rammentare che la procedura di controllo è stata avviata solo pochi mesi dopo la sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016, che ha avuto l'effetto di trasformare la partecipazione dei ricorrenti in Banca Mediolanum in una partecipazione qualificata.

84. Dall'altro lato, circostanza più decisiva, dal momento che la modifica della struttura giuridica della partecipazione qualificata dei ricorrenti risultante dalla fusione e dalla sentenza del Consiglio di Stato del 3 marzo 2016 deve essere qualificata come un'acquisizione di una partecipazione qualificata in un ente creditizio soggetta all'autorizzazione prevista dall'articolo

15 del regolamento n. 1024/ 2013 e dall'articolo 22 della direttiva 2013/36, la realizzazione di tale operazione senza autorizzazione non può avere l'effetto di esimerne i ricorrenti.

85. Se così non fosse, ciò equivarrebbe a impedire alla BCE d'intervenire per il solo motivo che l'operazione di acquisizione è già avvenuta, il che sarebbe contrario allo scopo di tali disposizioni e al carattere obbligatorio della valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate in un ente creditizio (v. precedente punto 63).

86. Inoltre, i ricorrenti sostengono che, secondo la legislazione e la giurisprudenza nazionali, l'operazione di fusione non avrebbe comportato l'estinzione di un ente, né la creazione di un altro. Essi ne deducono che l'operazione di fusione non ha comportato l'acquisizione da parte loro di una nuova partecipazione in Banca Mediolanum.

87. Tuttavia, come emerge dai precedenti punti 48 e 49, la nozione di acquisizione di una partecipazione qualificata in un ente creditizio è una nozione autonoma che non può dipendere dalle qualifiche del diritto societario italiano. Pertanto, se è vero che il fatto generatore del controllo da parte della BCE è l'attuazione di un'operazione di fusione per incorporazione realizzata in forza del diritto italiano, gli effetti di una siffatta operazione devono essere valutati alla luce dei criteri derivanti dalla sola applicazione del diritto dell'Unione. Le parti non possono quindi basarsi sul fatto che l'applicazione del diritto italiano a tale riguardo porterebbe a sottrarre la fusione in questione alla procedura prevista dall'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013 e dagli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36.

88. Inoltre, a prescindere dal fatto che l'operazione di fusione abbia comportato o meno l'estinzione di un ente e la creazione di un altro ente in forza del diritto italiano, tale operazione ha comportato, in ogni caso, una modifica della struttura giuridica della partecipazione dei ricorrenti.

89. Gli argomenti dei ricorrenti basati sul diritto italiano o sull'obbligo di interpretare il diritto italiano conformemente alle direttive sul diritto societario sono quindi inconferenti.

90. Ne consegue che gli argomenti dei ricorrenti, vertenti su una violazione degli articoli 22 e 23 della direttiva 2013/36; dell'articolo 1, paragrafo 5, dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera c), e dell'articolo 15 del regolamento n. 1024/2013; degli articoli 86 e 87 del regolamento n.

468/2014, in combinato disposto con l'articolo 4, paragrafo 1, l'articolo 5, paragrafo 2, e l'articolo 13, paragrafo 2, TUE, e dell'articolo 127, paragrafo 6, TFUE, devono essere respinti.

*Sullo sviamento di potere*

91. Per quanto riguarda, infine, la censura relativa ad uno sviamento di potere, occorre rammentare che, in forza della giurisprudenza, un atto è viziato da sviamento di potere solo se, in base ad indizi oggettivi, pertinenti e concordanti, risulta adottato allo scopo esclusivo, o quanto meno determinante, di raggiungere fini diversi da quelli dichiarati o di eludere una procedura appositamente prevista dal Trattato per far fronte alle circostanze del caso di specie (sentenza del 10 marzo 2005, Spagna/Consiglio, C-342/03, EU: C:2005:151, punto 64).

92. Tuttavia, i ricorrenti si limitano a menzionare uno sviamento di potere nel titolo del loro primo motivo, senza spiegare ulteriormente in che modo la decisione impugnata costituisca un siffatto sviamento e senza addurre alcun indizio oggettivo di un siffatto sviamento ai sensi della giurisprudenza rammentata al precedente punto 91.

93. Si deve quindi constatare che i ricorrenti non sono in grado di dimostrare che la BCE sia incorsa in uno sviamento di potere.

94. Di conseguenza, il primo motivo è infondato.

(... Omissis...).



## NOTE SU ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE E INTERESSI TUTELATI \*

*(Notes on banks' ownership structures and protected interests)*

**SOMMARIO:** 1. Il caso. – 2. La nozione di “acquisizione” nella disciplina sugli assetti proprietari bancari. – 3. L’interpretazione del diritto dell’Unione. – 4. Conclusioni.

1. La sentenza annotata si pone nel solco di un ricco filone di pronunciamenti delle autorità giudiziarie dell’Unione Europea in materia bancaria e finanziaria, facendo luce su talune importanti questioni attinenti, *inter alia*, all’acquisizione di partecipazioni rilevanti nel capitale di enti creditizi e al ruolo della Banca Centrale Europea nell’applicazione e nella interpretazione del diritto unionale in siffatta materia. In particolare, nella pronuncia in commento il Tribunale dell’Unione ha avuto modo di chiarire che la nozione di “acquisizione” di una partecipazione qualificata in una banca ai sensi dell’art. 15 del Regolamento UE n. 1024/2013 e dell’art. 22.1 della Direttiva UE 2013/36 è fornita dal diritto europeo, prescindendo dalla normativa nazionale, e deve essere interpretata in senso *non restrittivo* (includendo, quindi, nella suddetta definizione qualsiasi operazione che determini una modificazione della struttura giuridica della partecipazione, ivi inclusa la fusione).

Inoltre, nella pronuncia in epigrafe il Tribunale, nel presupposto che anche le fusioni rientrino tra le acquisizioni, concentra altresì la propria attenzione sulla necessità di richiedere un’autorizzazione preventiva all’autorità competente anche nel caso di accorciamento della catena societaria in cui, all’esito dell’operazione di fusione, un soggetto (già titolare *indiretto* di una partecipazione qualificata in un ente creditizio) giunga a detenere *direttamente* la suddetta partecipazione.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

Al fine di comprendere la portata della decisione del Tribunale, è opportuno ripercorrere per sintesi i fatti che ne sono alla base e che hanno indotto la BCE ad emanare i provvedimenti che sono stati oggetto del ricorso sottoposto al Tribunale.

Nel 2013, il Sig. B era già azionista di controllo di Fininvest S.p.A. che, a sua volta, deteneva una partecipazione indiretta, attraverso Mediolanum S.p.A. (società controllata congiuntamente e pariteticamente da Fininvest e dalla Fin. Prog. Italia) in Banca Mediolanum S.p.A.

Con sentenza n. 35729/13, la Corte di Cassazione ha condannato il Sig. B. per frode fiscale e, conseguentemente, le autorità italiane competenti (Banca d'Italia e IVASS) hanno dichiarato il venir meno in capo al Sig. B dei requisiti di onorabilità previsti dalla normativa applicabile e, di conseguenza, hanno disposto la sospensione dei diritti di voto spettanti a Fininvest in Banca Mediolanum nonché l'obbligo a carico di Fininvest di cedere la partecipazione eccedente il 9,9% del capitale sociale di Banca Mediolanum. A seguito di tale provvedimento si sono susseguiti eventi diversi la cui lettura integra gli estremi dell'iter valutativo a fondamento della decisione del Tribunale UE, come è dato evincere dalla loro interazione che qui si riporta.

Il Sig. B. e Fininvest hanno impugnato tale decisione dinanzi al TAR, il quale ha confermato il provvedimento della Banca d'Italia.

A seguito del ricorso proposto dal Sig. B e Fininvest, nel marzo 2016 il Consiglio di Stato ha annullato il provvedimento del TAR. Nelle more del giudizio amministrativo, Mediolanum è stata fusa per incorporazione in Banca Mediolanum e, di conseguenza, Fininvest è diventata titolare *diretta* della partecipazione in Banca Mediolanum. In conseguenza di quanto precede, l'autorità di vigilanza bancaria ha ritenuto necessario che Fininvest ottenesse una nuova autorizzazione per l'acquisizione della partecipazione qualificata nella banca, ai sensi della CRD IV e degli artt. 19 e ss. del TUB.

Con decisione del 25 ottobre 2016, la BCE ha negato la suddetta autorizzazione sulla base dell'istruttoria svolta dalla Banca d'Italia.

Il Sig. B e Fininvest hanno, pertanto, impugnato la decisione della BCE proponendo ricorso per annullamento dinanzi al Tribunale dell'Unione europea, il quale l'11 maggio 2022 – con la pronuncia qui in disamina – ha confermato la legittimità della decisione assunta dalla BCE.

2. Per poter verificare se le conclusioni a cui è pervenuto il giudice europeo sono o meno condivisibili occorre premettere brevi cenni sia sulla natura giuridica della fusione sia, e forse ancor prima, sulla *ratio* ispiratrice dell'intera architettura normativa in materia di assetti proprietari di enti creditizi.

Muovendo dal primo dei due aspetti in analisi, preme rammentare che, nel diritto societario italiano vigente (*i.e. post-riforma del 2003*) la “fusione” rappresenta una vicenda circolatoria connotata da proprie peculiarità. In particolare, secondo l'orientamento che ancora oggi pare prevalente <sup>(1)</sup>, *“la fusione tra società non comporta l'estinzione di un soggetto e la correlativa creazione di un diverso soggetto, ma si risolve in una vicenda meramente evolutiva e modificativa dello stesso soggetto, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo”* <sup>(2)</sup>.

Quanto precede risulterebbe confermato dal principio di “continuità” statuito dall'art. 2504-*bis* c.c. che, nella sua formulazione vigente, non fa più riferimento alle “società estinte” (locuzione su cui si fondava la teoria della fusione quale vicenda successoria a titolo universale) bensì alle “società partecipanti alla fusione”.

Alla luce di quanto precede, la fusione per incorporazione non determina l'estinzione della società incorporata né crea un nuovo soggetto giuridico, bensì realizza

---

<sup>1</sup> *Ex multis*, G.A. RESCIO, *La fusione e la scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba e G. Marasà, III, Milano, 2014, 2490 ss., in cui viene riportata un'ampia rassegna della dottrina e della giurisprudenza. Si v. sentenza Cassazione, Sez. unite del 30 luglio 2021, n. 21970, con cui gli ermellini sono tornati sul tema degli effetti della fusione societaria, ricostruendo la fusione in termini di vicenda modificativo-evolutiva della società incorporata.

<sup>2</sup> Cfr. massima L.A.21 del Comitato Interregionale dei consigli notarili delle Tre Venezie, Ammissibilità della fusione “propria” a favore di una società di persone di nuova costituzione con socio unico, 1° pubbl. 9/06 - motivato 9/11.

l'unificazione - mediante integrazione reciproca e riorganizzazione - delle società partecipanti all'operazione di integrazione medesima.

Quale conseguenza dei principi dianzi richiamati, la dottrina maggioritaria ritiene che, nel diritto domestico, le ipotesi di fusione e scissione non rientrino nella nozione di "acquisizione" e di "trasferimento", non qualificandosi quali vicende traslative delle partecipazioni. A sostegno di tale tesi è stato, peraltro, ritenuto che le clausole statutarie e contrattuali di limitazione al trasferimento delle azioni non possano trovare applicazione in caso di fusione e scissione, salvo diverso accordo fra le parti, tenuto conto che nessuna delle vicende indicate (*i.e.*, fusione e scissione) costituirebbe giuridicamente un "trasferimento" in senso tecnico <sup>(3)</sup>.

3. Fermo restando quanto precede, in materia di assetti proprietari bancari non è alle tesi sopra richiamate che occorre prestare attenzione. Infatti, con l'obiettivo di favorire una applicazione uniforme e paritetica delle norme in materia creditizia, il legislatore europeo ha previsto, nel Regolamento UE n. 1024/2013, che la BCE assolvere ai propri compiti conformemente al *pertinente* diritto dell'Unione, "*compresi tutto il diritto primario e derivato dell'Unione, le decisioni della Commissione in materia di aiuti di Stato, le regole di concorrenza e sul controllo delle concentrazioni e il corpus unico di norme applicabile a tutti gli Stati membri*" (considerando 32).

In particolare, ai sensi dell'art. 4, paragrafo 3, del Regolamento UE 1024/2013, ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti alla BCE e allo scopo di assicurare *standard* elevati di vigilanza, la BCE applica il diritto dell'Unione e, se tale diritto è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove, invece, il pertinente diritto dell'Unione sia costituito da regolamenti e tali regolamenti concedano

---

<sup>3</sup> Cfr., Tribunale di Milano, ordinanza del 17 ottobre 2008. Si v. in dottrina, L. CAVANNÒ, *La neutralità della fusione rispetto al divieto statutario di trasferimento delle partecipazioni sociali*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009.

esplicitamente opzioni per gli Stati membri, la BCE applica anche la legislazione nazionale di esercizio di tali opzioni.

La suddetta norma predica dunque due principi: *da un lato*, quello dell'applicazione uniforme del diritto dell'Unione e, *dall'altro lato*, quello di uguaglianza; con la conseguenza che, al fine di determinare il senso e la portata di una determinata disposizione del diritto dell'Unione che non contenga alcun rinvio espresso al diritto degli Stati membri, i termini in cui la medesima disposizione è formulata devono di norma ricevere, in tutta l'Unione, un'interpretazione autonoma e uniforme (4).

In altri termini, il rinvio contenuto nell'art. 4, paragrafo 3, del Regolamento 1024/2013 alla normativa nazionale non può (e non deve) essere inteso come un rimando espresso e generico, ma come un rinvio unicamente dettato dal, e intrinsecamente connesso al, sistema delle fonti.

Ciò premesso, nella sentenza annotata il Tribunale ha chiarito, con riferimento alla nozione di "acquisizione" di partecipazioni qualificate, che essa debba essere interpretata alla luce del contesto in cui si inserisce la procedura di autorizzazione di tali acquisizioni e degli obiettivi da essa perseguiti che, nel caso di specie, come indicato nel considerando 22 del Regolamento n. 1024/2013, sono rappresentati dalla idoneità e solidità sotto il profilo finanziario dei titolari di partecipazioni qualificate in enti creditizi.

Ne consegue, dunque, che la nozione di acquisizione *"non può essere interpretata restrittivamente in modo da applicarsi solo ai casi di acquisizioni derivanti dall'acquisto di azioni sul mercato e da escludere altri tipi di operazioni che consentono a taluni soggetti di acquisire una partecipazione qualificata, come concambio"* (5).

---

<sup>4</sup> In particolare, il principio di applicazione uniforme del diritto dell'Unione è stato più volte espresso nella giurisprudenza europea e, da ultimo, nella sentenza annotata (punto 44). In particolare, si v. sentenza del 5 dicembre 2013, Vapenik, C-508/12, EU: C:2013:790, punto 23; sentenza dell'11 aprile 2019, Tarola, C-483/17, EU:C:2019:309, punto 36.

<sup>5</sup> In questi termini, si v. il punto 55 della sentenza annotata.

Ebbene, la nozione di “acquisizione” deve essere interpretata secondo il diritto dell’Unione e ai soli fini della normativa bancaria sugli assetti proprietari, dunque, ai sensi di una disciplina settoriale che persegue logiche di *censimento* e *trasparenza* degli investimenti partecipativi effettuati in imprese finanziarie, in cui l’Autorità di Vigilanza competente non guarda tanto all’influenza gestoria e strategica esercitata dal socio, quanto, piuttosto, al profilo della statica detenzione di partecipazioni azionarie superiori a determinate soglie.

Il Tribunale inoltre focalizza l’attenzione sulla necessità che la procedura di valutazione delle partecipazioni qualificate in un ente creditizio si applichi tanto alle acquisizioni *dirette* quanto a quelle *indirette*, di talché *“quando, nel corso di una data operazione, una partecipazione qualificata indiretta diventa diretta o quando il grado di controllo indiretto di tale partecipazione qualificata viene modificato, in particolare quando una partecipazione posseduta indirettamente attraverso due società diventa indirettamente posseduta attraverso una sola società, la detenzione stessa di una partecipazione qualificata viene modificata nella sua struttura giuridica, di modo che una siffatta operazione deve essere considerata come l’acquisizione di una partecipazione qualificata ai sensi di tale disposizione”* <sup>(6)</sup>.

Alla luce del considerando 22 del Reg. UE 1024/2013, la procedura di autorizzazione è volta ad *“assicurare che la proprietà di un ente creditizio rimanga idonea e solida sotto il profilo finanziario”*. Ciò significa che ai fini della nozione di “acquisizione” e della sua interpretazione e applicazione ai sensi del diritto dell’Unione è indispensabile guardare alla *sostanza economica*, il che implica la necessaria valutazione circa l’idoneità di qualsiasi nuovo proprietario (incluso quello che già deteneva la partecipazione qualificata nella banca in via *indiretta*) prima che esso acquisti tale quota.

---

<sup>6</sup> In questi termini, M.S. SPOLIDORO, *“Mediolani mira omnia”*. Fusioni e acquisizioni di partecipazioni rilevanti in enti creditizi, in *Società*, 2022, 832.

In altri termini, il fattore della probabile influenza esercitata da un determinato soggetto non è rilevante ai fini della qualificazione di una operazione come acquisizione di una partecipazione qualificata; conseguentemente, *“l’applicabilità della procedura di autorizzazione dell’acquisizione di una partecipazione qualificata non è subordinata a una modifica della probabile influenza che il candidato acquirente è in grado di esercitare sull’ente creditizio”* (punto 60 della sentenza annotata).

L’interpretazione sopra declinata del concetto di “acquisizione di una partecipazione qualificata” trova conferma e si pone in linea di continuità con la recente normativa sugli assetti proprietari di imprese vigilate in Europa e in Italia declinata nella *joint guidelines* delle ESAS europee del 2016 <sup>(7)</sup> e nelle recentissime disposizioni della Banca d’Italia <sup>(8)</sup>.

Si è dinanzi a una regolamentazione di settore che, come detto, guarda più alla trasparenza degli assetti partecipativi delle imprese vigilate che all’influenza effettivamente esercitabile dai loro titolari.

Quanto precede è dimostrato da una serie di indici regolamentari – ora puntualmente identificati anche nella normativa secondaria <sup>(9)</sup> – tra cui, ad esempio, il recepimento del criterio del moltiplicatore, il rilievo dell’azione di concerto a prescindere da “acquisti” azionari sottostanti, la disciplina sui superamenti passivi e involontari delle soglie di rilevanza, ecc. Tutti elementi volti a sottolineare l’abbandono di un criterio funzionale a intercettare una potenziale influenza decisionale, a vantaggio, invece, di una logica di verifica “preventiva” in cui assume rilievo autonomo la mera

---

<sup>7</sup> Cfr. *“Orientamenti comuni per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario”*, emanati congiuntamente da EBA, ESMA ed EIOPA il 20 dicembre 2016 (JC/GL/2016/01).

<sup>8</sup> Cfr. d.lgs. 8 novembre 2021, n. 82 di attuazione della direttiva (UE) 2019/878, che modifica la direttiva 2013/36/UE nonché di adeguamento al regolamento (UE) 2019/876, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013.

<sup>9</sup> Cfr. *“Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari”*, adottate con Provvedimento Banca d’Italia del 26 luglio 2022 ed in vigore dal 1° gennaio 2023.

detenzione partecipativa seppur disancorata dal potere di influire sulla gestione della *target* vigilata.

In questa nuova prospettiva *“ciò che rileva è, per lo più, il fenomeno del possesso partecipativo in sé considerato, indipendentemente quindi dall’intensità dei profili di relazione tra la partecipazione detenuta e l’influenza sulla gestione dell’impresa vigilata che tale partecipazione consente di esercitare”, finendo dunque per essere intercettate dalla disciplina di vigilanza “anche fattispecie ulteriori e indipendenti da queste e che possano avere un impatto anche solo potenziale sull’andamento dell’impresa partecipata”* <sup>(10)</sup>.

Tale nuovo paradigma di vigilanza è riscontrabile nel *“criterio del moltiplicatore”*, in virtù del quale sono assoggettati ad obblighi autorizzativi anche gli incrementi partecipativi a monte di una catena societaria che non alterano in alcun modo il peso decisionale del notificante sugli assetti di *governance* dell’impresa vigilata a valle, il tutto con l’obiettivo di *“garantire che in presenza di catene partecipative complesse tutti i soggetti siano sottoposti a valutazione al fine di evitare e, eventualmente, reprimere situazioni pregiudizievoli per la sana e prudente gestione dell’impresa vigilata”* <sup>(11)</sup>.

Si è in presenza, all’evidenza, di una prospettiva che deroga visibilmente ai principi generali in materia di controllo societario, i quali – come è noto – si focalizzano sulla possibilità del controllante di esercitare un’influenza, di contenuto *gestionale*, sulle decisioni dell’impresa partecipata, in assenza della quale viene meno, in radice, la *ratio* sottesa al controllo medesimo.

Trattandosi di scelta disciplinare in deroga ai principi comuni, l’approccio della normativa di settore si giustifica, pertanto, nel limitato ambito in cui essa opera, ma non

---

<sup>10</sup> Così V. TROIANO, *Soggettività finanziaria e forme di aggregazione*, in questa *Rivista*, 2022, n. 1/2022, suppl. 1, 100 ss.

<sup>11</sup> In questi termini, R. LENER, *Qualche appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie*, in questa *Rivista*, 2022, 289.



al di fuori di tale perimetro. Di talché ben si spiega il motivo per cui, nel settore in esame, la solidità prudenziale di un ente vigilato presuppone il rispetto delle norme dell'Unione che gli impongono di detenere un dato livello di capitale a copertura dei rischi insiti nella sua attività, di limitare le esposizioni, di pubblicare le informazioni relative alla sua situazione finanziaria, di disporre di attività liquide sufficienti a superare le situazioni di stress sui mercati e di limitare la leva finanziaria, con il corollario che *“il rispetto di tali regole dipende altresì strettamente dall'idoneità dei proprietari degli enti creditizi e di qualsiasi nuovo proprietario prima che esso acquisti una quota rilevante nell'ente creditizio”* (cfr. considerando 23 del regolamento n. 1024/2013).

La *ratio* dell'art. 19 t.u.b., infatti, persegue il fine di monitorare *ex ante* e, in una logica di prevenzione del rischio, l'ingresso di soggetti che, in ragione della partecipazione all'impresa creditizia, potrebbero in qualche modo incidere sulla sua attività anche in termini di stabilità attuale o prospettica. In evidente deroga alle regole di diritto comune, in base alle quali negli enti con responsabilità limitata al conferimento la persona del socio è tendenzialmente neutrale, negli enti creditizi, invece, il legislatore si preoccupa di assicurare, con approccio prognostico, che eventuali indirizzi in ambito strategico, finanziario e/o gestionale provengano da soggetti idonei a preservare un'adeguata capacità d'azione dell'ente<sup>(12)</sup>.

Ciò che suscita una riflessione meritevole di futuro approfondimento è la fissazione di una soglia minima di presunta incidenza della partecipazione sociale stabilita nella misura del 10% del capitale di banche. Si tratta, in effetti, di una quota che, in base ai principi diffusi del diritto societario, generalmente non consente l'esercizio di un'influenza determinante sulla società partecipata.

---

<sup>12</sup> Si v. *ex multis*, E. VENTURI, *sub art. 19 TUB*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, 210 e ss.; G. BOCCUZZI, *Gli assetti proprietari delle banche*, Torino, 2010; M. Albano, *sub art. 19 TUB*, in *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza*, a cura di F. Maimeri, Milano, 2006, 69 e ss..

Ma ciò conferma la convinzione espressa nelle presenti note, che sembra coerente con la decisione europea qui in commento e, cioè, la constatazione che nell'ordinamento settoriale delle società vigilate l'esigenza primaria di prevenire un rischio individuale – e, per effetto del possibile contagio, potenzialmente sistemico – giustifichi l'attivazione di misure di prevenzione in stato ancora embrionale, fondate su presunzioni di pericolosità per la stabilità dell'impresa vigilata stessa.

4. In conclusione, la sentenza annotata sancisce un principio generale in merito all'applicabilità della procedura di autorizzazione all'acquisizione di una partecipazione qualificata di ente creditizio in relazione a qualsivoglia fattispecie acquisitiva, ivi inclusa la fusione, anche nel caso in cui tale operazione non determini una modifica della probabile *influenza* che gli acquirenti di partecipazioni qualificate potranno esercitare sull'ente creditizio oggetto di acquisizione.

In sostanza, ciò che rileva ai fini dell'applicabilità della procedura autorizzativa *de qua* è la sostanza economica della fattispecie acquisitiva e non l'influenza gestoria, individuale o congiunta. L'obiettivo, infatti, del legislatore è quello di verificare la solidità sotto il profilo finanziario dei titolari di partecipazioni qualificate in enti creditizi, per preservarne la solidità finanziaria e contribuire, in generale, alla stabilità del sistema finanziario dell'Unione e di ciascuno Stato membro.

**Caterina Pistocchi**

*Dottore di ricerca*

*nell'Università degli Studi di Roma Tre*