

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANGELA GALATO, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

SOMMARIO

PAOLO GAGGERO, Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali	1
LUCA VERNERO, Gli attori economici e gli obiettivi di sostenibilità. I riflessi sull’operatività dei mercati	29
ROBERTO NATOLI, Problema e sistema nel diritto dell’economia.....	67
GIUSEPPE DESIDERIO, Il servizio di consulenza in materia di investimenti: prospettive di riforma e criticità nella Retail Investment Union.....	77
FRANCESCO CIRAIOLO, Le valutazioni automatizzate del merito creditizio nel quadro regolatorio europeo. Quale futuro per il <i>credit scoring</i> algoritmico?.....	105
MERCEDES GUARINI, La gestione “ordinata” del dissesto assicurativo	143

SOMMARIO

UGO MALVAGNA, Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori..... 1

ANGELA MARIA GIORGIANA GALATO, *Credit scoring* e trasparenza algoritmica..... 15

SIMONE D'ORSI, Profili dell'insolvenza bancaria 43

Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali

SOMMARIO: 1. Diritto e informatica. – 2. Diritto e intelligenza artificiale. – 3. Decisione, autonomia e volontà. – 4. *Machine intelligence* e mercato dei capitali. – 5. Segue: il *credit scoring* tra disciplina di settore e *data protection*. – 6. Sul ruolo della volontà negoziale.

1. Diritto e informatica

Il giurista contemporaneo si confronta con un quadro di notevole complessità, da cui è doppiamente coinvolto in quanto interprete: perché non solo s'interpone tra disposizione e norma giuridica, tra enunciato ed enunciazione¹, ma lo sforzo d'intelligenza non è neppure confinato al testo, bensì esteso al significare di fatti e cose². Il fatto con cui egli si confronta è fortemente connotato da costrutti provvisti dall'informatica che qualificano nuovi oggetti, rapporti, attività, mercati. Correlativamente, lo è lo svolgimento recente del diritto, testimoniandolo non pochi testi normativi. Tra i principali, si possono menzionare il DMA, il DSA, l'*AI Act* e, quanto al mercato dei capitali, il *DLT pilot regime regulation*, il DORA e il Micar, ma anche la PSD2 (ossia la *Payment services directive* del Parlamento europeo e del Consiglio 25 novembre 2015, n. 2015/2366) e la disciplina di essa attuativa recata dal d.lgs. n. 218/2017³ funzionali a realizzare la c.d.

¹ Sul circolo ermeneutico, v. già E. BETTI, *Le categorie civilistiche dell'interpretazione*, estratto della *Rivista Italiana per le Scienze Giuridiche*, Milano, 1948, 35.

² Cfr. M. ORLANDI, *Del significare. Saggi sulla interpretazione giuridica*, Torino, 2020, 10.

³ In tema, cfr. M. RABITTI e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra psd2 e gdpr: open banking e conseguenze per la clientela*, nel *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2019, 711 ss.; e i volumi a cura di E. BANI, V. DE STASIO e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e "open banking" - The transposition of PSD2 and Open Banking*, Bergamo, 2021, e a cura di M. MANCINI, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, A. SCIARRONE ALIBRANDI e O. TROIANO, *La nuova disciplina dei servizi di pagamento. Commentario al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11*, Torino, 2011.

*open banking*⁴.

Una sufficiente acquisizione della conoscenza che appartiene all'informatica diviene, dunque, presupposto anche dell'elaborazione di indirizzi normativi. E poiché l'informatica è un settore del sapere che non si lascia intuire, risulta accentuata la dipendenza (culturale) della *soft science* dalla *hard science*⁵. Il processo cognitivo, già difficoltoso per lo specialismo delle nozioni di cui la scienza in discorso si serve, è ulteriormente complicato dalla tendenza in campo informatico a ricorrere a metafore (*smart contract*, *cloud*, *mining*, *blockchain*, *coin*, *token* e così via). Sennonché il linguaggio metaforico è impreciso, multivoco⁶ privo della precisione del concetto⁷ e, pertanto, genera il rischio di apprendimenti inaccurati, aumenta la possibilità di fraintendimenti; e reca il pericolo che l'interprete ceda alle assonanze, messo in luce trattando di genotipi e fenotipi contrattuali⁸.

⁴ Sul fenomeno e le sue implicazioni, cfr. tra gli altri S. FARRELL, *Banking on Data: Evaluating Open Banking and Data Rights in Banking Law*, Alphen aan de Rijn, 2023, e il volume a cura di L. JENG, *Open Banking*, New York, 2022.

⁵ Ciò non implica, almeno non necessariamente, che *it was good to be "hard," bad to be "soft"*: per un profilo storico della distinzione, v. S. SHAPIN, *Hard science, soft science: A political history of a disciplinary array*, *History of Science*, 60, 2022, 287 ss., per il quale in futuro *the commonplace distinction might wither away*.

⁶ Cfr. G. TRAVAGLINI, *La metafora, l'analogia e le figure dei sensi in Aristotele*, in *Rivista di estetica*, 2009, 121 ss. e, ivi, § 1.

⁷ Per P. RICEUR, *The Metaphorical Process as Cognition, Imagination and Feeling*, in *Critical Inquiry*, vol. 5, n. 1, 1978, 143 ss. e, ivi, 148 s., "[i]magination is this stage in the production of genres where generic kinship has not reached the level of conceptual peace and rest but remains caught in the war between distance and proximity, between remoteness and nearness".

⁸ Con particolare riguardo alle fattispecie contrattuali, si considerano genotipi diversi il contratto-scambio [il *contract*], il contratto-convenzione e il contratto-impegno e si ritiene che vi siano pure diversi fenotipi (v. R. SACCO, *La nozione del contratto*, in R. SACCO E G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.* diretto da R. SACCO, I, Torino, 1993, 3 ss.; v. pure ID., *Il contratto in generale, ne I cinquant'anni del codice civile*, I, Milano, 1993, 205 ss. e, ivi, spec. 210). A quest'ultimo riguardo, al di là delle assonanze, sul piano della teoria generale si rileva che sussistono differenze tra gli istituti del contratto, del *contrat* e, soprattutto, del *contract*: cfr. M. BESSONE, *Svolgimento storico della Law of Contract, il ruolo dei giuristi e la loro politica del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, 491 ss.; P.G. MONATERI e R. SACCO, *Contratto in diritto comparato*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. civ., IV*, Torino, 1989, 138 ss.; G. ALPA, *Contratto nei sistemi di common law*, ivi, 148 ss.; Id., *Le contrat «individuel» et sa définition*, in *Rev. int. dr. comparé*, 1988, 327 ss.; L. MOCCIA, *Contract*, in *Enc. giur. Treccani*, VIII, Roma, 1988, 1 ss.; A. DE MOOR,

Un rischio a cui si associa quello di volgarizzazioni, che possono manifestarsi per esempio nell'indistinzione tra dematerializzazione, informatizzazione e digitalizzazione, tra *coins* e *tokens*⁹, tra IA, *machine learning* e *deep learning*, che costituiscono formule spesso impiegate come se fossero intercambiabili. O nel postulare o sottintendere sicure connessioni: per esempio che l'algoritmo si riporti all'informatica; che la mera automazione attuata mediante sistemi informatici e la robotica rientrino all'IA; che sussista un nesso indissolubile tra *blockchain* (Nakamoto 2009) e *smart contract* (Szabo 1994); che *blockchain* e *smart contract* si riportino all'IA e, poi, che quest'ultimo si riporti al contratto, sebbene – con un'efficace battuta d'altri, diffusa e d'incerto autore¹⁰ – non sia né *smart*, né *contract*; che la *blockchain* designi un genere, anziché una specie – in particolare di *distributed ledger technologies* (o *DLTs*) – e che l'iniziale *Blockchain* all'origine del *bitcoin* sia un esaustivo archetipo, anziché una varietà del tipo *blockchain*. Una volgarizzazione che sembra altresì essere una

Common and Civil Law Conceptions of Contract and European Law of Contract: the Case of the Directive on Unfair Terms in Consumer Contracts, in *ERPL*, 1995, 257 ss.; ID., *Agreement in English and French law*, 6 [1986] *Oxford J. of L. Studies*, 275 ss.; B. NICHOLAS, *French Law of Contract*, 2nd ed., Oxford, 1992, 61 ss. e 98 ss.; D. TALLON, *A 'French jurist' naive look at a Common Law Contract*, in Clark (ed.), *Comparative and Private International Law. Essays in honour of H.H. Marryman*, Berlin, 1990, 283 ss.; K. ZWIEGERT, H. KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung*, II, Institutionem, 2. Aufl., Tübingen, 1984, 1 ss., anche nella trad. it. di E. CIGNA, *Introduzione al diritto comparato*, II, Istituti, ed. it. a cura di A. DI MAJO E A. GAMBARO, Milano, 1995, 1 ss.; H. KÖTZ, I. *Abschluss, Gültigkeit und Inhalt des Vertrages; die Beteiligung Dritter am Vertrag*, in H. KÖTZ, A. FLESSNER, *Europäisches Vertragsrecht*, I, Tübingen, 1992, III, *passim* (anche nella trad. ingl. *European Contract Law. Volume one: Formation, Validity, and Content of Contract; Contract and Third Parties*, a cura di T. WEIR, Oxford, 1997). Peraltro, pare che fenotipi diversi si possano isolare anche con riferimento alla responsabilità civile, v. a es. W. VAN GERVEN e alt., *Torts. Scope of protection*, Oxford, 1998, 2 ss.

⁹ In argomento, cfr. a es. P. TASCA, *Token-Based Business Models*, in T. Lynn, J.G. MOONEY, P. ROSATI (eds.), *Disrupting Finance: FinTech and Strategy in the 21st Century*, Cham, 2019, 135 ss.

¹⁰ Cfr., a es., J. GRIMMELMAN, *All Smart Contract Are Ambiguous*, 2 [2019] *Pa. J. Law Innov.* 1 ss.; W. BARFIELD (ed.), *The Cambridge Handbook of the Law of Algorithms*, Cambridge, 2020, ove spec. L.H. SCHOLZ, *Algorithms and Contract Law*, ivi, ch. 6; M. FINDLAY, *Globalisation, Populism, Pandemics and the Law: The Anarchy and the Ecstasy*, Cheltenham, 2021, 141.

delle cause della diffusione di atteggiamenti cassandriani o, all'opposto, panglossiani¹¹.

2. Diritto e intelligenza artificiale

Anche l'espressione "intelligenza artificiale" è tributaria del linguaggio metaforico. Fuor di metafora e al di là dell'esercizio dei poteri semiotici del legislatore (quello unionale si è espresso con l'*AI Act*), di per sé "intelligenza artificiale" è il nome di una specifica disciplina scientifica¹² che gli informatici tengono distinto dall'espressione *machine intelligence*¹³, ritenendo preferibile quest'ultima per alludere ai risultati prodotti dall'IA come disciplina nell'attuale stadio di suo sviluppo. Risultati che ne costituiscono manifestazioni deboli (*artificial narrow intelligence* o *ANI*): anche nei casi di impiego di (*artificial*) *neural networks*, del *machine learning*¹⁴

¹¹ A proposito delle valutazioni sull'impatto della televisione, dell'invasione delle immagini trasmesse, v. Z. BAUMAN, *Society under Siege*, Oxford, 2002, nella trad. it. di S. MINUCCI, ID., *La società sotto assedio*, Bari-Roma, 2005, rist. 2018, 168.

¹² Dopo che A.M. TURING, *Computing Machinery and Intelligence*, 59 [1950] *Mind* 433 ss., propose di individuare la macchina intelligente in base a un test che ne comprovasse l'abilità di emulare il comportamento umano così spiccata da rendersi indistinguibile quello dell'una da quello dell'altra, pare che la prima definizione dell'intelligenza artificiale sia stata fornita da JOHN MCCARTHY nel 1956, in occasione di una conferenza al Dartmouth College, nei seguenti termini: AI "*is the science and engineering of making intelligent machines, especially intelligent computer programs. It is related to the similar task of using computers to understand human intelligence, but AI does not have to confine itself to methods that are biologically observable*" (cfr., tra i tanti, G. SARTOR, *L'intelligenza artificiale e il diritto*, Torino, 2022, 143, nt. 27).

¹³ Per tutti, v. la serie di sette volumi pubblicati da B. MELTZER, D. MICHIE, *Machine Intelligence*, Edinburgh, 1967 – 1971, poi proseguita da D. MICHIE con diversi curatori fino al XV (K. FURUKAWA, D. MICHIE e S. MUGGLETON, *Machine Intelligence 15: Intelligent Agents*, Oxford, 1999) e, in seguito, da altri.

¹⁴ I fondamenti teorici alla base dell'elaborazione delle più recenti tecniche di IA sono relativamente datati, rimontando agli inizi dell'ultimo ventennio del secolo scorso la realizzazione delle archetipiche più moderne reti neurali (ma la storia delle artificial neural networks – o ANN – è ben più risalente e include almeno la realizzazione da parte di Warren McCulloch e Walter Pitts nel 1943 di quello che parrebbe il primo più semplice loro esemplare: cfr. J.A. ANDERSON e E. ROSENFELD (eds.), *Talking Nets. An Oral History of Neural Networks*, Cambridge, Mass. – London, 1998, ove, spec. J.D. COWAN, ivi, 97 ss., e L.N. COOPER, ivi, 71 ss.). La

e del più evoluto *deep learning* si è nel campo della *weak AI*, lontani dall'*artificial general intelligence* o *AGI* e ancor più dall'*artificial super intelligence* o *ASI*. Persino al cospetto di frutti che possono apparire assai evoluti, come i *large language models (LLMs)* o altre forme di elaborazione generativa, si tratta infatti di costrutti ancora collegati a modelli di matrice matematica logico-probabilistica, indipendentemente dal metodo di addestramento o apprendimento impiegato, tra i due estremi del *supervised* e dell'*unsupervised learning* che includono tra gli altri il *self-supervised*.

Di ciò sembra esservi traccia nel *AI Act*, ch  distingue due categorie consistenti nel “sistema di IA” e nel “modello di IA”; e, per quanto definisca il primo lasciando in ombra il secondo, fa constare che del sistema il modello   un componente fondamentale. Un rapporto che si chiarisce ulteriormente alla luce delle indicazioni che si ricavano dalla comparazione, avuto in particolare riguardo all’esperienza statunitense in cui, con provvedimento presidenziale¹⁵, si   ripresa la definizione di

dottrina del *machine learnig* poggia sulla congettura che l’elaborazione analitica di dati tramite algoritmi informatici permette loro di estrarre ulteriori elementi di conoscenza, in questo senso acquisiti autonomamente: per esempio di individuare relazioni e modelli (patterns). La pratica verifica e concretizzazione di tale dottrina, tuttavia, ha dovuto attendere che si creassero le condizioni fattuali per sperimentarla convenientemente, realizzate soprattutto dalla disponibilit  sia di strumenti dotati di capacit  computazionale molto elevata, resi progressivamente disponibili dal progresso tecnico degli ultimi decenni; sia di una massa notevole di dati per l’addestramento. Tanto pi  in considerazione del *double descent phenomenon*, ossia il fenomeno della *double descent curve* dell’errore di *training* e *test* dei modelli di IA che l’indagine informatica ha fatto emergere: il fenomeno per cui all’aumentare dei parametri e, quindi, della complessit  del modello oltre una certa soglia corrisponde una riduzione del grado di errore, dunque un miglioramento delle prestazioni; che   parso sorprendente, perch  dissonante dai principi di parsimonia e semplicit  che paiono caratterizzanti delle ipotesi tradizionali del *machine learning* relative all’*overfitting* (o sovradattamento d’un modello statistico molto complesso ai dati osservati); e che pu  essere sfruttato se si abbia la disponibilit  d’una capacit  computazionale molto elevata, poich  con l’incremento dei parametri crescono non solo la capacit  e l’affidabilit  del modello, ma anche l’entit  delle risorse di calcolo che abbisognano. In tema, tra i tanti, cfr. T. ZHANG, *Mathematical Analysis of Machine Learning Algorithms*, Cambridge – New York – Melbourne – New Delhi – Singapore, 2023, 237 ss.

¹⁵ PotUS, *Executive Order*, October 30, 2023, n. 14110, *on the Safe, Secure, and Trustworthy Development and Use of Artificial Intelligence*.

intelligenza artificiale contenuta nello *United States Code*¹⁶ e s'è aggiunta quella di “*AI model*”¹⁷.

Ciò che testualmente emerge è che tanto i sistemi quanto i modelli di IA possono dare origine anche a “decisioni” e possono funzionare con autonomia, con “livelli di autonomia” “variabili”. Ma si tratta di un'autonomia limitata: doppiamente, perché è relativa, in quanto è autonomia di funzionamento rispetto all'intervento umano¹⁸; e perché è governata da “tecniche inferenziali”¹⁹. Il riferimento alle tecniche inferenziali (di inferenza logica e statistica) implica che, allo stadio attuale, i costrutti in esame siano sorretti da funzioni (o strutture) matematiche, inclusive di connettivi o operatori logici²⁰. Del resto, lo

¹⁶ 15 USC 9401(3), intitolato “Artificial intelligence” per cui «[t]he term “artificial intelligence” means a machine-based system that can, for a given set of human-defined objectives, make predictions, recommendations or decisions influencing real or virtual environments. Artificial intelligence systems use machine and human-based inputs to-(A) perceive real and virtual environments; (B) abstract such perceptions into models through analysis in an automated manner; and (C) use model inference to formulate options for information or action».

¹⁷ Sec. 3, lett. (c), PotUS, *Executive Order*, October 30, 2023, n. 14110: «[t]he term “AI model” means a component of an information system that implements AI technology and uses computational, statistical, or machine-learning techniques to produce outputs from a given set of inputs».

¹⁸ La “misura in cui il sistema di IA agisce autonomamente” è del resto collegata alla “possibilità che un essere umano annulli una decisione o una raccomandazione che potrebbe causare un danno potenziale” dall'art. 7, co. 1, lett. d), dell'*AI Act*, il cui art. 14, co. 3, nel medesimo senso aggiunge che “al livello di autonomia” (oltre che “al contesto di utilizzo” e “ai rischi”) “del sistema di IA” (qui “ad alto rischio”) “sono commisurate” le “misure di sorveglianza”, di cui provvede una tipizzazione.

¹⁹ In tema, v. pure la comunicazione della Commissione UE, *Approval of the content of the draft Communication from the Commission - Commission Guidelines on the definition of an artificial intelligence system established by Regulation (EU) 2024/1689 (AI Act)*, 6 febbraio 2025, C(2025) 924 final, che menziona la «*capability of AI systems to derive models or algorithms, or both, from inputs or data*», affacciando con ciò un «*concept of 'inference'*» che non contraddirebbe «*the ISO/IEC 22989 standard, which defines inference 'as reasoning by which conclusions are derived from known premises'*», siccome «*this standard includes an AI-specific note stating: '[i]n AI, a premise is either a fact, a rule, a model, a feature or raw data'*» (§ 27); e aggiunge che quella «*capability ... refers primarily, but is not limited to, the 'building phase' of the system and underlines the relevance of the techniques used for building a system*» (§ 28).

²⁰ Cfr., tra i tanti, I. MATZKEVICH e B. ABRAMSON, *The Topological Fusion of Bayes Nets*, in D.J. DUBOIS, M.P. WELLMAN e B. D'AMBROSIO, *Uncertainty in*

stesso addestramento e apprendimento dei modelli di IA è una fase necessaria di ottimizzazione delle accennate funzioni, dei parametri che caratterizzano lo specifico modello, attraverso processi di riduzione (o minimizzazione) dell'errore iterativi ben esemplificati dalla tecnica denominata *backpropagation*, che è utilizzata per l'affinamento del lavoro delle reti neurali artificiali²¹.

3. Decisione, autonomia e volontà

D'altro canto i modelli di IA non si risolvono in meri programmi informatici che impiegano algoritmi condizionali, per cui l'*output* non è senz'altro prevedibile a fronte di un *input* (pre)determinato, ma sconta margini di imponderabilità siccome la "decisione" consegue a un'elaborazione di dati rimessa al modello, che si serve di informazioni o conoscenze che può direttamente acquisire dall'ambiente o estrapolare dai dati che gli siano somministrati o che si sia procurato.

Artificial Intelligence. Proceedings of the Eighth Conference, San Mateo, 1992, 191 ss.; A. PLEBE, *Il linguaggio come calcolo: dalla logica di Boole alle reti neurali*, Roma, 2004, 194 e *passim*; A. SUBASI, *Applications of Artificial Intelligence in Healthcare and Biomedicine*, London – San Diego – Cambridge, Mass., 2024, 72; D. MECHKAROSKA et al., *Architectural Scalability of Conversational Chatbot: The Case of ChatGPT*, in K. ARAI (ed.), *Advances in Information and Communication: Proceedings of the 2024 Future of Information and Communication Conference (FICC)*, I, Cham, 2024, 54 ss. e, ivi, 56 s., e A. SHARMA et al., *Disease categorization and early detection using image processing technique*, in A. DAGUR et al., *Artificial Intelligence and Information Technologies. Proceedings of the 1st International Conference on Artificial Intelligence and Information Technologies (ICAIIIT 2023)*, Abingdon – Boca Raton, 2025, 156 ss. e, ivi, 159, entrambi pure per qualche esempio anche di metodologie; Di J. SCHAICH BORG, W. SINNOTT-ARMSTRONG, V. CONITZER, *Moral AI: And How We Get There*, Penguin, 2024, cap. 7; S. VALLOR, *The AI Mirror: How to Reclaim Our Humanity in an Age of Machine Thinking*, New York, 2024, 26 e *passim*; R. MARMO, *Algoritmi per l'intelligenza artificiale. Progettazione, Machine Learning, Neural Network, Deep Learning, ChatGPT, Python*, Milano, 2024, cap. 5.

²¹ Sulla tecnica in discorso, tra gli altri v. D. E. RUMELHART, R. DURBIN, R. GOLDEN E Y. CHAUVIN, *Backpropagation: The Basic Theory*, in Y. CHAUVIN e D.E. RUMELHART (eds.), *Backpropagation: Theory, Architectures, and Applications*, Hillsdale – Hove, 1995, 1 ss., e R. ROJAS, *Neural Networks. A Systematic Introduction*, Berlin – Heidelberg, 1996, 161 e *passim*; Y. AYDEDE, *Machine Learning Toolbox for Social Scientists: Applied Predictive Analytics with R*, Boca Raton, 2024, 324 ss.; F. ROS e R. RIAD, *Feature and Dimensionality Reduction for Clustering with Deep Learning*, Cham, 2024, 99 s. e *passim*.

Ciò nondimeno quei modelli non esprimono volontà, ma restano strumenti²² attesa la distanza concettuale tra decisione, autonomia e volontà.

Si può certamente ammettere che un modello di IA possa decidere, ma solo nell'accezione in cui l'espressione è impiegata nella teoria statistica delle decisioni o nella logica matematica. La decisione qui si approssima a una mera determinazione: il processo da cui scaturisce la decisione sconta vincoli che la rendono per così dire obbligata, poiché l'uscita è determinata dagli ingressi; e l'autonomia si riferisce al funzionamento dell'oggetto e, così, a una specifica capacità di governarsi e reggersi da sé che non integra l'umana autonomia che coinvolge la cosciente libertà di agire, di regolarsi e di determinarsi a proprio talento, persino cioè arbitrariamente. Né la volontà che presuppone quella coscienza che è fondamento pure di imputabilità e responsabilità dell'agire (umano) dal punto di vista della morale, religioso e giuridico, di talché resta ugualmente escluso che i modelli e i sistemi di IA abbiano (e compiano atti di) volontà.

Del resto, l'imprevedibilità degli esiti che può discenderne non è sinonimo di volontà. L'imprevedibilità è condizione necessaria, ma non sufficiente della libera scelta, che postula anche *“la rappresentazione delle diverse opzioni che è impossibile senza l'intenzionalità”*²³; e la volontà, casomai, si colloca a monte dell'impiego degli strumenti in considerazione. La circostanza che la decisione di un modello o, senz'altro, di un sistema di IA possa essere prevista come la causa efficiente in più immediata relazione con un fatto o con effetti giuridici

²² Una tale loro natura emerge, per esempio, dall'Informativa sulla logica sottostante i modelli di analisi del rischio basati sui dati dell'archivio dei rapporti finanziari (c.d. “Documento illustrativo della logica degli algoritmi”, reperibile all'indirizzo <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/5316839/Documento+il+lustrativo+della+logica+degli+algoritmi.pdf/672a3ef3-8cbf-a442-3b19-de910e751666>) in cui l'Agenzia delle entrate presenta i sistemi di IA come costrutti basati sulla statistica inferenziale utili per eseguire analisi probabilistiche al fine di individuare rischi fiscali anche ignoti, nonché di elaborare e applicare criteri di selezione per stimare la probabilità di concretizzazione di un rischio fiscale noto per individuare i casi maggiormente meritevoli di controllo (sull'utilizzabilità di tali sistemi, v. già l'art. 1, co. 682, l. 27 dicembre 2019, n. 160).

²³ V. E. AGAZZI, *Dimostrare l'esistenza dell'uomo*, Sesto San Giovanni, 2023, 207.

(in questo senso come causa più diretta e più prossima nel contesto dell'eziologia del fenomeno) non rende la decisione, il fatto, gli effetti pienamente autonomi. Ciò non elide la volontà antecedente, il ruolo dell'antefatto consistente nell'espressione della volontà, che la decisione in discorso casomai integra partecipando alla determinazione: una volontà i cui contenuti si completano *per relationem* a un esito, a un'indicazione che è demandato a quel sistema di precisare. Cosicché non è neppure configurabile una responsabilità per fatto proprio di un ipotetico modello o sistema soggetto, né lo è una responsabilità umana vicaria per fatto altrui (del sistema soggetto)²⁴.

Persino la *roulette* decide. Decide nel senso che determina²⁵ i vincitori secondo il prestabilito regolamento di gioco e l'adesione di quelli a questo. E, in disparte eventuali manipolazioni, lo fa senza una propria volontà, sebbene con autonomia di funzionamento: autonomia rispetto al *croupier* dopo l'attivazione dei movimenti; e vincolata dalla struttura dello strumento, dall'*input* delle forze impresse e dalle leggi della meccanica classica, che generano il risultato la cui casualità e imprevedibilità si dissolverebbero o almeno scemerebbero se l'osservatore conoscesse tutti i fattori prima del *rien ne va plus*²⁶.

²⁴ Cfr. anche A. GENTILI, *Regole per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. e impr.*, 2024, 1043 ss., spec. 1062 ss. In proposito, su soggettività, personalità e responsabilità la ricerca può utilmente muovere da G. TADDEI ELMI, *I diritti dell'intelligenza artificiale tra soggettività e valore: fantadiritto o ius condendum?*, ne *Il Meritevole di tutela*, a cura di L. LOMBARDI VALLAURI, Milano, 1990, 685 ss.; ID., *Logos e Intelligenza Artificiale*, in *Logos dell'essere e logos della norma*, a cura di L. LOMBARDI VALLAURI, Bari, 1999, 603 ss.; ID., *Introduzione alle lezioni su Roboetica: dall'algoritmo all'umanoide*, in *Roboetica. Dall'algoritmo all'umanoide. Ciclo di lezioni, negli Atti e memorie dell'Accademia toscana di Scienze e Lettere La Colombaria*, v. LXXXII, Firenze, 2018, 325 ss. V. pure almeno G. WAGNER, *Robot Liability*, in *Liability for Artificial Intelligence and the Internet of Things*, in S. LOHSSE, R. SCHULZE, D. STAUDENMAYER (eds.), *Liability for Artificial Intelligence and the Internet of Things: Munster Colloquia on Eu Law and the Digital Economy IV*, Baden-Baden, 2019, 27 ss.

²⁵ Sul carattere deterministico dei sistemi alla base del gioco della roulette o dei dadi, v. a es. G. TRAUTTEUR, *Il prigioniero libero*, Milano, 2020, cap. III, in fine. Sull'identificazione del determinismo con la prevedibilità (o predicibilità), v. critico E. AGAZZI, *Dimostrare l'esistenza dell'uomo*, cit., 207.

²⁶ Sempre con riguardo al gioco della roulette o dei dadi, si ritiene che il riferimento al "caso" sia "un abuso ontologico per nascondere l'impossibilità o quantomeno l'estrema difficoltà della conoscenza completa del sistema", v. G. TRAUTTEUR, op. loc. ult. citt.

Quanto si è osservato sembra trovare conferme se ci si pone nella prospettiva dei mercati finanziari e, più in generale, dei capitali, che non di rado rappresentano avanguardie. Fenomeni che in altri settori possono apparire nuovi possono invece risultare già sperimentati in seno al mercato dei capitali (per esempio, la dematerializzazione e la connessa revisione delle tecniche operative).

Il capitale, del resto, è costantemente alla ricerca di proficui impieghi e, dunque, predisposto a recepire l'innovazione e, anzi, a darvi impulso²⁷: in un'ottica di rafforzamento dell'efficienza, incluso il contenimento dei costi transattivi o di *agency*, e della sicurezza delle operazioni. Lo esemplificano la negoziazione c.d. algoritmica²⁸ e la sua specie²⁹ costituita dall'*high frequency trading*³⁰ che impiega *smart contracts*³¹ e che trova non solo datata applicazione nella prassi, ma

²⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Innovazione finanziaria e attività di merchant banking*, in *Temi di discussione del Servizio Studi*, n. 85, Roma, 1987; ID., *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di R. LENER, G. LUCHENA E C. ROBUSTELLA, Torino, 2021, 63 ss.; e il volume a cura di P. DE CARLI, *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012.

²⁸ O, per meglio dire, automatizzata e, in particolare, attuata sulla base di un algoritmo informatizzato (cfr. art. 4, co. 1, n. 39, direttiva n. 2014/65/UE o MiFID II; e art. 1, co. 6-quinquies, 24 febbraio 1998, n. 58, o t.u.f., introdotto dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della direttiva citata) che impiega parametri dispositivi prestabiliti: in tema, nell'ampia letteratura, v. A.L. SERRANO, *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*, ne *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, a cura di V. TROIANO E R. MOTRONI, Assago, 2016, 15 ss. e, ivi, 21 ss.; e, *amplius*, sull'*algorithmic trading*, G. SCOPINO, *Algo Bots and the Law: Technology, Automation, and the Regulation of Futures and Other Derivatives*, Cambridge – New York – Port Melbourne – New Delhi, 2020.

²⁹ Sull'indicato rapporto tra *trading* algoritmico e *high frequency trading* v. ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*, 28 settembre 2021, ESMA70-156-4572, § 3.1, spec. punto 17: il secondo si qualifica per peculiare tecnica di cui si avvale, che implica la riduzione delle latenze, l'assenza di intervento umano (per il singolo ordine o negoziazione) e l'elevato traffico.

³⁰ Ossia della metodologia di investimento speculativo imperniata sugli scambi ad alta frequenza: v., a es., M.P. LERCH, *Algorithmic Trading and High-Frequency Trading*, in R. Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, 2nd edn., Oxford – Portland, 2017, 477 ss., e P.H. CONAC, *Algorithmic trading and high-frequency trading*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFIDII and MiFIR*, Oxford, 2017, 469 ss.

³¹ Cfr., a es., F. DI CIOMMO, *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia. Il caso dell'High Frequency Trading (HFT) finanziario*, cit., 159

anche una relativamente non recente disciplina³². Ma non si tratta dei soli casi.

4. Machine intelligence e mercato dei capitali

La *machine intelligence*, lo strumentario provvisto dall'IA nell'attuale stadio di sviluppo di tale disciplina, trova ampio impiego nel mercato dei capitali: sia in ambiti non immediatamente corrispondenti all'operatività, bensì a quest'ultima connessi; sia in seno alle dinamiche propriamente negoziali. Quanto ai primi, con riguardo per esempio ai moduli organizzativi degli intermediari e della vigilanza in funzione dei controlli di *compliance*, *RegTech* (*Regulatory*

ss.; LEE [J.], *Crypto-Finance, Law and Regulation: Governing an Emerging Ecosystem*, cit., cap. 2; K. JOHNSON, *Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools*, 42 [2017] *J. Corp. L.* 833 ss.

³² In particolare nella c.d. MiFID II (direttiva n. 2014/65/UE, Market in Financial Instruments Directive), che ha abrogato la prima MiFID (direttiva 2004/39/CE, poi prorogata dalla direttiva UE n. 2016/1034, novellando la MiFID II) in parte rifluita nella MiFID II e in parte sostituita dal MiFIR (regolamento UE n. 600/2014). La MiFID II (subito integrata da atti delegati – regolamenti e direttive –, nonché orientamenti della ESMA: per un primo sintetico quadro, v. L.M. QUATTROCCHIO, *MiFID II e MiFIR. Il quadro europeo di riferimento*, in *Dir. ec. impr.*, 2018, 499 ss.) ha introdotto le due definizioni di *algorithmic trading* o «negoziiazione algoritmica» (art. 4, par. 1, n. 39: “negoziiazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziiazione delle operazioni eseguite”) e di *high-frequency algorithmic trading technique* o «tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza» [art. 4, par. 1, n. 40: “qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni”] e una disciplina del fenomeno (v. artt. 2, 17, 48, 90). Su taluni effetti, v. già H. DEGRYSE et al., *Cross-Venue Liquidity Provision: High Frequency Trading and Ghost Liquidity*, ESMA Working Paper No. 4, novembre 2020, ESMA/2020/ WP-2020-4.

Technology)³³ e *SupTech* (*Supervisory Technology* o *Technology for Supervisory Oversight*)³⁴ sono formule che alludono all'impiego di tecnologie di digitalizzazione e di sistemi di IA per assistere o verificare la conformità dell'*agere* nei mercati dei capitali alla normativa di settore o rilevare rischi per essa rilevanti.

Quanto alle accennate dinamiche, l'impiego della *machine intelligence* può qualificare il *trading* algoritmico e l'*high frequency trading*, che possono utilizzare evolute reti neurali in luogo di rigidi schemi contingenti (come nel caso di ordini condizionali di *stop loss* o *stop profit*). In questo caso, l'uso soggiace innanzi tutto alla specifica disciplina di settore che quei fenomeni trovano già a livello unionale e che è antecedente all'*AI Act* di più ampia portata.

Oppure quell'impiego può collocarsi in contesti in cui i sistemi di IA non sono causa prossima dell'operazione economico-giuridica, ma soltanto causa remota, ossia secondaria. Così, possono essere utilizzati per l'*asset allocation*: autonomamente dall'investitore; o nel quadro della prestazione dei servizi di investimento consistenti nella gestione di portafogli o nella consulenza in materia di investimenti; o, ancora, nell'esercizio dell'attività riservata di gestione collettiva del risparmio³⁵. In questi casi la decisione del sistema di IA resta confinata nel campo delle raccomandazioni eventualmente orientative di successive scelte, il che può spiegare perché questi usi – inclusi i *robo-advisor* e la *robo-advisory* che rappresentano una manifestazione della *fintech* – non trovino una puntuale disciplina di settore³⁶. Essi non sono

³³ Cfr., tra gli altri, D.W. ARNER et al., *FinTech and RegTech in a Nutshell, and the Future in a Sandbox*, CFA Institute Research Foundation, 2017, 1 ss., 14 s. e passim).

³⁴ Tra i tanti, v. H.J. ALLEN, *Driverless Finance. Fintech's Impact on Financial Stability*, New York, 2022, spec. 158 ss.; e P. MAZZARISI et al. (eds.), *A machine learning approach to support decision in insider trading detection*, nei *Quaderni Fintech*, n. 11, 2022.

³⁵ In tema, v. a es. N. LINCIANO et al., *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, nei *Quaderni Fintech*, n. 9, 2022.

³⁶ Per quanto non manchino manifestazioni di specifico interesse, in particolare a proposito della robo-advisory, sia da parte del legislatore (quanto al Parlamento UE, cfr. lo studio di A. FRAILE CARMONA et al., *Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Luxembourg, 2018, reperibile all'indirizzo web corrispondente [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU\(2018\)619027_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU(2018)619027_EN.pdf)); sia all'interno della *soft law* della competente autorità europea

esplicitamente menzionati dalla MiFID II, fermo restando che la disciplina recata da detta direttiva è loro applicabile nel suo complesso in quanto s'inquadrano in attività e servizi a essa assoggettati, con il corredo di obblighi di informazione e valutazione posti a carico degli intermediari che quelle svolgono e quelli prestano, con un limitato rilievo delle esenzioni³⁷. Il che sembra trovare conferma nell'*AI Act*, che allude ripetutamente all'uso dei sistemi di IA nel campo dei *financial services* facendo in tali casi salva l'applicazione del "*relevant Union financial services law*"³⁸.

Al di fuori dei mercati prettamente finanziari, un rilevante caso d'uso dei sistemi di IA è costituito dal loro impiego per il *credit scoring*. La valutazione del merito creditizio di chi formuli richieste di accesso al credito bancario è, per tradizione, un momento di notevole rilievo dell'esercizio dell'attività bancaria e, in genere, creditizia conforme al

di vigilanza. A quest'ultimo proposito, vengono soprattutto in rilievo le linee guida ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements*, 28 maggio 2018, ESMA35-43-869, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-fr_on_guidelines_on_suitability.pdf, ma si possono pure cfr. gli orientamenti del Joint Committee of the ESAs (sia il Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, 4 dicembre 2015, JC 2015 080, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2015_080_discussion_paper_on_automation_in_financial_advice.pdf, e il conseguente definitivo Report on automation in financial advice, 16 dicembre 2016, EBA BS 2016 422, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/About%20Us/Governance%20structure/JC/Publications/Reports/1042501/EBA%20BS%202016%20422%20%28JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools%29.pdf, su cui v. le considerazioni anche critiche di M.T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi, evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di ID., vol. I, 2a ed., Torino, 2021, 201 ss., e ID., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, primo suppl. al fasc. n. 4, 256 ss.; sia il successivo *Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice'*, 5 settembre 2018, JC 2018-29, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2018_29-jc_report_on_automation_in_financial_advice.pdf).

³⁷ Si allude alle esenzioni contemplate dall'art. 3 della MiFID: cfr. W.G. RINGE e C. RUOF, *Robo advice – Legal and regulatory challenges*, in I. CHIU e G. DEIPENBROCK (eds.), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, Abingdon, New York, 2021, ch. 11, § 4.

³⁸ Cfr. artt. 17, par. 4; 18, par. 3; 19, par. 2; 26, par. 5 e 6; 72, par. 4; 74, par. 6.

prototipo classico *originate-to-hold* che conserva il credito e il rischio di credito in capo al finanziatore³⁹. Una tale valutazione si riallaccia⁴⁰ al principio di sana e prudente gestione e si compie sulla base di informazioni necessarie per stimare l'attitudine del potenziale sovvenuto a rimborsare il capitale prestatogli e a pagare gli interessi convenuti per il finanziamento, ossia eminentemente attinenti alla sua situazione economica e finanziaria (cfr. art. 120-*undecies* t.u.b.). Si tratta di informazioni che si prescrive che siano talora “necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate” (art. 120-*undecies* t.u.b.) e talaltra “adequate” (art. 124-*bis* t.u.b.) che si risolvono in dati che vanno appropriatamente esaminati sulla base di criteri di *scoring* o *rating*, tendenzialmente prestabiliti e oggettivi anche in ragione dei principi di non discriminazione e di inclusione finanziaria⁴¹. Da qui l'adozione di sistemi o modelli di *scoring* e la loro progressiva automatizzazione se non automazione, favorita dalle tecnologie provviste dall'intelligenza artificiale e, innanzi tutto, di *machine learning* che si sono rapidamente diffuse per la capacità di celere processamento di ingenti quantità di dati⁴².

5. Segue: il credit scoring tra disciplina di settore e data protection

L'uso dei sistemi di IA per la valutazione del merito creditizio è, dunque, prassi nota da tempo. Sul piano del diritto positivo, quest'ultima trova considerazione nell'*AI Act*, che classifica tali sistemi

³⁹ Ciò induce alla – e si manifesta nella – cura prestata dal finanziatore nella valutazione *ex ante* del merito creditizio: v., a es., D. DIAMOND e P. DYBVIK, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in 91[1983] *J. of Political Ec.* 401 ss., e B. HOLMSTROM e J. TIROLE, *Private and Public Supply of Liquidity*, 106 [1998] *ivi* 1 ss.

⁴⁰ Anche negli orientamenti applicativi: v. Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1094 ss.

⁴¹ Cfr. il considerando n. 58 dell'*AI Act*. Dei principi di cui al testo, volendo, si può ravvisare traccia nell'art. 120-*undecies* t.u.b. Sul primo, v. a es. A. GENTILI, *Il principio di non discriminazione nei rapporti civili*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 207 ss.

⁴² Cfr. E. BONACCORSI DI PATTI et al., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 721, 2022.

tra quelli ad alto rischio⁴³ sul duplice rilievo che incidono sull'accesso alle risorse finanziarie o a servizi essenziali e possono comportare discriminazioni⁴⁴. Ma una disciplina dei sistemi in parola a livello di ordinamento di settore è preesistente. Non si allude tanto alla normativa nazionale delle operazioni di credito ai consumatori (v. art. 124-*bis* t.u.b.), del credito immobiliare ai consumatori (v. art. 120-*undecies*, ma v. pure gli artt. 120-*novies* e 120-*quaterdecies* t.u.b.) o del sovraindebitamento (v. art. 9, co. 3-*bis*, lett. e, nonché co. 3-*bis*.2, e art. 14-*quaterdecies*, co. 5, l. 27 gennaio 2012, n. 3) che contiene regole che, a diversi fini, si riferiscono alla valutazione del merito creditizio. Si allude piuttosto a disposizioni concernenti le modalità di *credit scoring* contenute nella normativa speciale di fonte comunitaria riguardante la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento che complessivamente risulta dalla *Capital Requirements Directives* (CRD)⁴⁵ e dal *Capital Requirements Regulation* (CRR)⁴⁶; e alla quale si affianca la *soft law*⁴⁷.

⁴³ V. l'allegato III (n. 5, lett. b) in relazione all'art. 6, par. 2.

⁴⁴ V. il considerando n. 58 dell'*AI Act*.

⁴⁵ Direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 26 giugno 2013, n. 2013/36, di cui si sono avvicendate varie versioni: la V corrisponde alla disciplina vigente, ma ne esiste una sesta conseguente alla direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 31 maggio 2024, n. 2024/1619, di cui si attende il recepimento (sui contenuti della novella da recata dalla direttiva da ultimo menzionata, tra i primi e sinteticamente v. M. CALLEGARI e E.R. DESANA, *Dalla Riforma Draghi alla Legge Capitali*, in *Giur. it.*, 2024, 2480 ss. e, ivi, 2481, nonché M. MENINI, *Le novità in tema di incompatibilità nelle Autorità di vigilanza finanziaria* (art. 21), ivi, 2024, 2760 ss., spec. 2762).

⁴⁶ Regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 26 giugno 2013, n. 575/2013, di cui pure si sono avvicendate diverse versioni, l'ultima delle quali è la III: risultante dal regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 31 maggio 2024, n. 2024/1623, si è resa applicabile – a seconda dei casi – dal 1° gennaio 2025 o dal 9 luglio 2024 (cfr., a.es., A. BERTI, *Entrata in vigore della CRR3 e mutamenti del rapporto banca-impresa*, in *Bilancio e revisione*, 2024, n. 12, 23 ss.).

⁴⁷ V., per quanto qui rileva a proposito della valutazione del merito creditizio, EBA, Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, 29 maggio 2020, ABE/GL/2020/06, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf; e BCE, Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi fintech, marzo

Se la CRD si occupa della valutazione del merito creditizio⁴⁸ ove disciplina i metodi interni per il calcolo dei requisiti in materia di fondi propri (art. 77) e il rischio di credito e di controparte (art. 79) al limitato fine di proibire di fare affidamento esclusivamente o meccanicamente su “rating del credito esterni”⁴⁹, il CRR pone una regolamentazione assai articolata e puntuale delle valutazioni del rischio di credito e del merito di credito⁵⁰. Nell’ambito di quest’ultima, in seno alle disposizioni raccolte nel capo che si riferisce al “metodo basato sui rating interni” (artt. 142 ss.), assumono peculiare rilievo gli artt. 174 e 175. La disciplina comunitaria di settore non solo da tempo impone agli intermediari creditizi metodi di *credit scoring* alimentati da informazioni adeguate, ma contiene precisazioni sull’uso dei sistemi fondati su “metodi statistici o altri metodi matematici” – *alias* sistemi di IA – che un tempo avevano solo facoltà di utilizzare, mentre ora è

2018, spec. 9, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_fintech_credit_inst_licensing.it.pdf, licenziata a fronte della proliferazione delle fintech banks e della loro tendenza a esternalizzare la valutazione del merito credito per chiarire, in un ottica di vigilanza prudenziale, la soggezione a specifica valutazione della struttura del processo sotteso alla decisione dell’intermediario creditizio di concedere o meno il finanziamento.

⁴⁸ Già nei considerando nn. 73 e 75.

⁴⁹ V. gli artt. 77 (intitolato ai “[m]etodi interni per il calcolo dei requisiti in materia di fondi propri), par. 2, e 79 (intitolato al “[r]ischio di credito e di controparte), lett. b.

⁵⁰ V. nella parte 3 dedicata ai “requisiti patrimoniali”, in seno al titolo II (artt. 107 ss.) relativo ai “requisiti patrimoniali per il rischio di credito”, il capo 2 (artt. 111 ss.) concernente il “metodo standardizzato” e, all’interno di quest’ultimo, la sezione 3 (artt. 135 ss.) in cui è normata l’utilizzabilità delle valutazioni esterne del merito di credito in particolare delle *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) ivi menzionate; e che è integrata dalla successiva sezione 4 (artt. 138 ss.) sull’“impiego delle valutazioni del merito di credito delle ECAI ai fini della determinazione dei fattori di ponderazione del rischio”. Nel successivo capo 3 (artt. 142 ss.) è invece disciplinato il “metodo basato sui rating interni”. Si aggiungono, quanto alle operazioni di cartolarizzazione regolate nel capo 5 (artt. 242 ss.) del medesimo titolo II della parte 3, le disposizioni contenute nella sezione 4 di tale capo relativa, nuovamente, alle “valutazioni esterne del merito di credito” (artt. 267 ss.); e, quanto alle “esposizioni al rischio di credito trasferito” a cui è intitolata la parte 5 (artt. 404 ss.), l’art. 406, par. 2, incluso nel titolo II di detta parte che attiene ai “requisiti a carico degli enti investitori”.

previsto che debbano impiegare⁵¹. E tali precisazioni consistono, tra l'altro in ciò che i soggetti vigilati devono procedere a una ciclica validazione del modello che comprenda la sorveglianza sulle prestazioni e il raffronto periodico delle risultanze con gli esiti effettivi e combinare il modello statistico con la valutazione e la revisione umana⁵², nonché dotarsi d'una documentazione inclusiva sia della descrizione dettagliata della teoria, delle ipotesi e delle basi matematiche ed empiriche su cui si fonda l'assegnazione delle stime, sia dell'indicazione delle fonti dei dati utilizzate per costruire il modello⁵³.

⁵¹ Il citato regolamento UE n. 2024/1623, ha novellato la prima proposizione e la lett. a) dell'art. 174, inserendo inoltre un nuovo cpv. in fine in cui è in parte rifluito il testo precedentemente contenuto nella lett. a). Mentre in precedenza la disposizione contemplava prescrizioni applicabili “[s]e l'ente utilizza modelli statistici ed altri metodi automatici per l'assegnazione delle esposizioni a classi o a pool relativi a debitori o ad operazioni”, ora la nuova versione prevede che “[g]li enti utilizzano metodi statistici o altri metodi matematici (“modelli”) per l'assegnazione delle esposizioni a debitori o a classi o a pool relativi a operazioni”. Solo in quel caso la disposizione prevedeva che fossero soddisfatti taluni requisiti.

⁵² Così l'art. 174, lett. d) e lett. e), CRR, già prima – come già si è segnalato – delle modifiche introdotte dal regolamento UE n. 2024/1623.

⁵³ Così l'inalterato art. 175, par. 4, lett. a), CRR. Secondo la disposizione intitolata alla “documentazione dei sistemi di rating”, tra l'altro “[g]li enti documentano l'assetto e i particolari operativi dei propri sistemi di rating. La documentazione comprova l'osservanza dei requisiti di cui alla presente sezione e affronta aspetti quali la differenziazione del portafoglio, i criteri di rating, le responsabilità degli addetti alla valutazione dei debitori e delle esposizioni, la frequenza delle verifiche sulle assegnazioni e la supervisione del processo di rating da parte della dirigenza”.

Inoltre, si allude al *General Data Protection Regulation* (GDPR)⁵⁴, di cui vengono in rilievo gli artt. 9⁵⁵, 13 e 15⁵⁶, nonché soprattutto 22.

⁵⁴ Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio, 27 aprile 2016, n. 2016/679, su cui, tra i tanti, v. il volume a cura di F. BRAVO, *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, Pisa, 2023.

⁵⁵ Esso pone il generale divieto di trattamento di particolari categorie di dati c.d. “sensibili” salvo che operi una delle esenzioni colà previste. Una disposizione che trova applicazione anche in relazione a trattamenti di tali dati per scopi decisionali automatizzati, in relazione ai quali è peraltro integrata dall’art. 22, par. 4, che limita i casi di esenzione; e che assume rilievo pure in relazione alle prescrizioni della seconda Credit Consumer Directive (CCD II: direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 18 ottobre 2023, n. 2023/2225), con particolare riguardo all’art. 18, par. 3, di quest’ultima. Sulla portata dell’art. 9 del GDPR, cfr. a es. G. BIANCHEDI e C. Modica, *Il principio di liceità*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 55 ss. e, ivi, 56, 58, 67, 76, 78 s., 82 e 106; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, ivi, 185 ss, spec. 214 e 228; C. CHILIN e D. SBORLINI, *Il principio di necessità*, ivi, 369 ss, spec. 388 e 391 s.; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, ivi, 457 ss, spec. 499, nt. 92; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, ivi, 501 ss., spec. 516, nt. 45 s.

⁵⁶ Là dove contemplano entrambi (l’art. 13, par. 2, lett. f, e l’art. 15, par. 1, lett. h, conformando il “[d]iritto di accesso dell’interessato”) l’obbligo del titolare del trattamento di informare l’interessato dell’“esistenza di un processo decisionale automatizzato”, in aderenza agli artt. 8 e 9 della Convenzione del Consiglio d’Europa sulla protezione delle persone rispetto al trattamento automatizzato di dati a carattere personale (Strasburgo, 28 gennaio 1981, c.d. “Convenzione 108+” nel testo risultante dal “Protocollo di modifica alla Convenzione sulla protezione delle persone rispetto al trattamento automatizzato di dati a carattere personale, fatto a Strasburgo il 10 ottobre 2018”) anche al lume del relativo *Explanatory report* (§ 77) reperibile all’indirizzo [https://search.coe.int/cm/#{%22CoEIdentifier%22:\[%2209000016808a08a6%22\],%22sort%22:\[%22CoEValidationDate%20Descending%22\]}](https://search.coe.int/cm/#{%22CoEIdentifier%22:[%2209000016808a08a6%22],%22sort%22:[%22CoEValidationDate%20Descending%22]}). Sulla portata dell’art. 13 del GDPR, cfr. a es. G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 73; Di G. CIOLLO, *Il principio di correttezza*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 107 ss., spec. 136; F. CILIA, S. DALLE NOGARE e R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, ivi, 141 ss., spec. 151, 162, 170 e 178; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, cit., 212 e 220; C. BASUNTI, *Il principio di proporzionalità*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, cit., 411 ss., spec. 438; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, ivi, 462; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 513 s., 515 e 518, nt. 52. Sulla portata dell’art. 15 del GDPR, cfr. a es. F. BRAVO, *I principi in materia di protezione dei dati personali. Dalla “riscrittura” delle tavole dei valori alla “rilettura” nel diritto vivente, nel solco delle rules of construction*, in *Dati*

Per tale ultima disposizione l'interessato ha "il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona" (par. 1), salvo che ricorra una delle esenzioni (par. 2). Queste ultime includono il "caso in cui la decisione ... sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento" (par. 2, lett. a), ma in tale eventualità l'interessato deve avere "almeno il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione"; e ferma restando l'inutilizzabilità, ai fini della decisione, delle categorie particolari di dati personali di cui all'art. 9, par. 1, a meno che "non sia d'applicazione l'articolo 9, paragrafo 2, lettere a) o g), e non siano in vigore misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato".

Così delineata la portata⁵⁷, l'art. 22 citato ha un ambito di applicazione in cui ricade il *credit scoring* mediante sistemi di IA, persino se la valutazione del merito creditizio con tali modalità sia esternalizzata dal finanziatore, sia cioè affidata a un terzo⁵⁸. E ha contenuti prescrittivi che riecheggiano in una successiva disposizione speciale preordinata a trovare specifica applicazione alla valutazione

personali. Protezione, libera circolazione e governance. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 1 ss., spec. 9; G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 90, nt. 137; F. CILIA, S. DALLE NOGARE e R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 150, nt. 35, e 183; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, cit., 212, nt. 127; C. BASUNTI, *Il principio di proporzionalità*, cit., 439, nt. 87; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 519, nt. 52.

⁵⁷ Cfr. a es. F. CILIA, S. DALLE NOGARE, R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 160 ss.; cfr. pure F. BRAVO, *I principi in materia di protezione dei dati personali. Dalla "riscrittura" delle tavole dei valori alla "rilettura" nel diritto vivente, nel solco delle rules of construction*, cit., 29; G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 62, 81, 82, nt. 108, 90, nt. 137; F. CILIA, S. DALLE NOGARE, R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 150, 154, 156, nt. 56, e 180; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, cit., 475, nt. 46; F. ALBANESE, I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 514.

⁵⁸ In tal senso, v. Corte Giust. UE, 7 dicembre 2023, causa n. 634/21, ECLI:EU:C:2023:957, su cui si possono cfr. le note di E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di "scoring" creditizio*, in *Dir. inf.*, 2024, 110 ss., e F. D'ORAZIO, *Il "credit scoring" e l'art. 22 del GDPR al vaglio della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, 410 ss.

del merito creditizio funzionale all'eventuale conclusione di contratti di credito ai consumatori. L'art. 19, par. 8, della CCD II infatti, con riguardo alle operazioni di credito a cui si riferisce, prevede che qualora la valutazione del merito creditizio del consumatore "comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali ... il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano, che consiste nel diritto: a) di chiedere ed ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato dei dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione; b) di esprimere la propria opinione al creditore; e c) di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte" dell'intermediario creditizio. È inoltre previsto che il consumatore "sia informato del diritto" in discorso (par. 8, u.c.): "[s]e del caso" l'intermediario "è tenuto a informare il consumatore del fatto che la valutazione del merito creditizio è basata sul trattamento automatizzato di dati come anche del diritto del consumatore a una valutazione umana e della procedura per contestare la decisione" (par. 9)⁵⁹.

6. *Sul ruolo della volontà negoziale*

I casi d'uso dei sistemi di IA nel mercato dei capitali e la disciplina speciale che essi trovano nelle normative settoriali mostrano che quei sistemi non elidono l'intervento umano e il ruolo della volontà negoziale, bensì hanno natura di strumenti di cui quest'ultima si serve. Ciò non solo nelle ipotesi in cui il sistema di IA non sia causa prossima dell'operazione economico-giuridica, ma solo remota, quando cioè la decisione che esso affacci resti confinata nell'area delle raccomandazioni che possono essere recepite o rigettate, come accade nella consulenza finanziaria e nell'ambito delle attività gestorie se l'apparato sia impiegato per ricavarne un'ipotesi di *asset allocation*. E come accade altresì con riferimento al *credit scoring* effettuato con l'ausilio di sistemi di IA: ché non solo la decisione macchinica non elide la volontà, neppure quella dell'intermediario creditizio che è comunque

⁵⁹ V. pure i considerando nn. 46 e 56, nonché l'art. 10, par. 5, lett. m), e art. 11, par. 4, lett. h), e l'art. 13.

chiamato – tenendone conto – ad assentire o rifiutare, ma sono previste cautele e premure che gli impongono l'intervento umano sia nel rapporto con lo strumento, sia nella relazione con l'interessato all'erogazione di credito.

L'umana volontà negoziale residua invero il proprio ruolo rispetto ai sistemi di IA anche quando abbiano funzione immediatamente dispositiva, in cui appaiano causa diretta dell'operazione economico-giuridica, come accade in occasione del *trading* algoritmico e, dunque, pure dell'*high frequency trading* allorché algoritmi informatici determinano il contenuto delle operazioni, ossia degli ordini, provvedendo inoltre a impartirli affinché trovino esecuzione sul mercato. Indipendentemente dalle prerogative di controllo e sorveglianza umane su tali dinamiche, dell'accennata forma tecnica dell'operatività sui mercati finanziari la volontà resta l'antecedente che non scolora in una mera causa remota.

La circostanza che nell'eziologia del fenomeno la decisione del sistema di IA sia la causa efficiente in più immediata relazione con il compimento dell'operazione (con l'aristotelica *causa finalis*), ossia più diretta, più prossima, più vicina allo scambio che si perfezioni conformemente alla decisione medesima non esclude che la volontà negoziale sia anch'essa un'indispensabile causa efficiente. Solo, si configura come causa prossima un poco più lontana dall'effetto lasciando spazio lungo la distanza che da esso la separa all'inserimento della risoluzione macchinica affinché vi si conformi il contenuto dell'operazione voluta, inteso come il complesso degli effetti voluti. La volontà ha il ruolo del necessario antefatto che attiva il procedimento all'esito del quale si perfeziona l'operazione economico-giuridica; e nell'ambito del quale la decisione del sistema di IA integra la volontà, nel senso che partecipa alla determinazione dei contenuti che si completano *per relationem* alla decisione demandata a quel sistema⁶⁰.

Il che trova persino traccia sul piano delle scelte legislative, atteso che per la MiFID II nella negoziazione algoritmica “un algoritmo

⁶⁰ Del resto la tecnica del rinvio della volontà negoziale ad elementi estrinseci all'atto per la determinazione dei contenuti comprende un'ampia varietà di realtà disomogenee (dati estranei, fonti esterne, alcunché di estrinseco): v. G. BONILINI, *Il negozio testamentario*, nel *Trattato delle successioni e delle donazioni*, a cura di G. BONILINI, vol. 2, Milano, 2009, 3 ss. e, ivi, 47 ss., anche per la ricostruzione degli indirizzi dottrinali in proposito formati.

informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini” (art. 4, par. 1, n. 39), così collocandone il compito nella sfera delle determinazioni e non delle volizioni. La volontà negoziale è espressa a monte e si precisa in ciò che sono voluti gli effetti la cui determinazione è demandata *per relationem* all’*output* generato dallo strumento prescelto, voluto.

Del resto, il ruolo della volontà negoziale, dell’integrità del consenso, del consenso informato appaiono centrali nel quadro delle discipline di settore che attengono al mercato dei capitali, per quanto carente possa dirsi la negoziabilità del regolamento contrattuale che non è indispensabile presupposto per scorgere volontà e consenso⁶¹. Di ciò sembrano indici le numerose prescrizioni di forma e i complementari obblighi di munire i contratti d’un contenuto minimo prestabilito; oppure le regole che ulteriormente declinano gli indicati oneri per gli intermediari imponendo la standardizzazione *lato sensu* legislativa dei modelli negoziali da loro impiegati, che assiste la comparabilità dei contenuti; ancora gli articolati obblighi informativi sia precontrattuali sia nella fase di esecuzione dei contratti, tipizzati a carico degli intermediari; infine, il sindacato di adeguatezza o appropriatezza dell’operazione rispetto alle caratteristiche del cliente a cui l’intermediario è tenuto. Giudizi, questi, che possono essere automatizzati, ma vanno diretti all’investitore di cui sollecitano la scelta consapevole⁶².

L’accennata centralità del ruolo della volontà negoziale può del resto riallacciarsi alle teorie economiche che maggiormente hanno ispirato le discipline settoriali del mercato dei capitali che sono di matrice neoclassica e neoliberale, assumono la razionalità degli agenti del mercato e ne sostengono la libertà, chiamando il diritto a predisporre gli strumenti di base, ma a farsi altresì garante delle dinamiche del mercato e a presidiare l’una e l’altra⁶³. Ma può riallacciarsi pure ai

⁶¹ Cfr. A. GENTILI, *La volontà nel contesto digitale: interessi del mercato e diritti delle persone*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2022, 701 ss.; e, *amplius*, v. quanto già s’è osservato ne *La trasparenza del contratto. Per un’analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Milano, 2011, 63 ss.

⁶² V. gli artt. 40 ss. e 42 del regolamento in materia di intermediari adottato con delibera Consob 15 febbraio 2018, n. 20307, e s.s.m.

⁶³ Per un quadro, v. A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. al fasc. I, 23 ss.

rilievi della *behavioural economics* che ha segnalato il rischio di fallimenti cognitivi e della razionalità limitata, che giustificano regole integrative intese a ridurre le asimmetrie informative, a garantire l'effettività del consenso.

Se la determinazione *per relationem* del contenuto del negozio non è una pratica recente, non mancano originalità che dipendono dal ricorso ai sistemi di IA nel quadro delle dinamiche del mercato, in particolare dei capitali. Si può ritenere che novità riguardino il procedimento di formazione del contratto che, peraltro, non si riporta a un unico paradigma legal-tipico, ma a una varietà di schemi che – si opina – potrebbe essere persino alimentata dall'autonomia delle parti⁶⁴. O, più in generale per tener conto della struttura dei mercati finanziari regolamentati che si caratterizzano per un accentuato grado di intermediazione che comporta l'interposizione di diverse categorie di soggetti tra gli ordini di investimento e di disinvestimento, si può ritenere che novità riguardino il procedimento di espressione della volontà negoziale: cambiano le tecniche di sua manifestazione (che può essere affidata al sistema di IA) e di confezionamento dei contenuti di cui è riempito l'atto (innanzi tutto unilaterale) di volontà, ossia di specificazione degli effetti voluti.

Risulta o, almeno, può risultare particolarmente dilatata, espansa la determinazione *per relationem* dei connotati dell'operazione voluta. L'iniziale manifestazione di volontà può risultare addirittura minimale, confinata alla scelta del genere di operazione (in termini anche piuttosto generici) e delle modalità con cui confezionarla e attuarla, segnatamente dello strumento prescelto a cui rimettere le decisioni funzionali al completamento dell'iniziale atto volitivo, scarno eppure implicante, con contenuti più o meno precisi.

Alla decisione provvista da algoritmi informatici può essere demandato persino l'*an* dell'operazione, oltre che il prezzo, che può però rimanere addirittura indeterminato così come lo resta l'identità dell'oblato. Ciò peraltro non stupisce perché non è una novità, ma una caratteristica delle operazioni che si compiono sui mercati finanziari regolamentati. Già al tempo della negoziazione “alle grida” degli agenti

⁶⁴ V. A.M. BENEDETTI, *Autonomia privata e procedimentale. La formazione del contratto fra legge e volontà delle parti*, Torino, 2002, a es. 389, nt. 63, e *passim*.

di cambio⁶⁵ l'anonimato delle parti del contratto di borsa non era di ostacolo alla compravendita tramite commissionari; così come nota era la prassi degli ordini "al meglio", senza cioè l'indicazione di un prezzo⁶⁶ che si rendeva e si rende determinabile in relazione al livello di prezzo tempo per tempo registrato nella *trading venue* in cui l'ordine trovi ospitalità. Allora come ora, posto che oggidi nei mercati finanziari regolamentati l'incontro di ordini senza oblati predeterminati è orchestrato da sistemi informatici a cui sono affidati gli scambi nelle sedi di negoziazione degli strumenti finanziari. Con l'ulteriore precisazione che l'anonimato, tal che chi compri ignora l'identità di chi venda sui menzionati mercati e viceversa, non è conseguenza dell'elevato grado di intermediazione, atteso che l'anonimia caratterizza altresì manifestazioni della c.d. *decentralized finance* (o DeFi)⁶⁷ che si regge sul ricorso, dal punto di vista infrastrutturale, alle DLTs.

⁶⁵ V. la voce di C. COLTRO CAMPI, *Borsa valori*, in *Noviss. Dig. it.*, App., I, Torino, 1980, 895 ss.; ID., *Borsa (contratti di)*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. comm.*, II, Torino, 1987, 171 ss.; e, sinteticamente, F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 1, Padova, 1990, 153.

⁶⁶ Sulle accennate prassi negoziali, cfr. C. COLTRO CAMPI, *I contratti di borsa nella giurisprudenza*, Padova, 1963; ID., *Osservazioni su ordini di borsa e usi di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1978, II, 129 ss.; ID., *Alcune considerazioni (apparentemente tardive) sul divieto per l'agente di cambio di concludere in proprio operazioni di borsa anche attraverso procuratori, dipendenti o familiari*, ivi, 1981, I, 351 ss.; B. COMUNALE, *L'ordine di borsa*, Milano, 1981.

⁶⁷ Per un inquadramento del fenomeno a livello istituzionale, cfr. FSB - *Financial stability board, Decentralised financial technologies. Report on financial stability, regulatory and governance implications*, 6 June 2019, reperibile all'indirizzo web corrispondente allo URL <https://www.fsb.org/uploads/P060619.pdf>; EU Commission, *Decentralized Finance: information frictions and public policies. Approaching the regulation and supervision of decentralized finance*, June 2022, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-10/finance-events-221021-report_en.pdf; Banca D'Italia, *Comunicazione in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, giugno 2022, <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d'Italia-DLT-cripto.pdf>; BIS - Bank for International Settlements, *The crypto ecosystem: key elements and risks*, July 2023, <https://www.bis.org/publ/othp72.pdf>; ESMA, *Decentralised Finance in the EU: Developments and Risks*, 11th October 2023, ESMA50-2085271018-3349, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-2085271018-3349_TRV_Article_Decentralised_Finance_in_the_EU_Developments_and_Risks.p

df; IOSCO - International Organization of Securities Commissions, Final Report with Policy Recommendations for Decentralised Finance, December 2023, FR/14/23. Nell'ormai estesa letteratura formatasi sul tema, cfr. L. GUDGEON, D. PÉREZ, D. HARZ, B. LIVSHITS, A. GERVAIS, *The Decentralized Financial Crisis*, in *Crypto Valley Conference on Blockchain Technology*, Rotkreuz, 2020, 1 ss.; G. CALDARELLI ed J. ELLUL, *The Blockchain Oracle Problem in Decentralized Finance—A Multivocal Approach*, in *Appl. Sci.*, 2021, 7572 ss., <https://doi.org/10.3390/app11167572>; D.A. ZETZSCHE, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *Decentralized Finance*, 6 [2020] *J. Fin. Reg.* 172 ss.; L. ANKER-SØRENSEN, D.A. ZETZSCHE, *From Centralized to Decentralized Finance – The Issue of ‘Fake-DeFi’*, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3978815; S. ARAMONTE, W. HUANG, A. SCHRIMPF, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, in *BIS Quarterly Review*, December 2021, 21 ss., https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf; C.R. HARVEY, *DeFi and the Future of Finance*, Hoboken, 2021; F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain – and Smart Contract-Based Financial Markets*, 103 [2021] (2) *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.* 153 ss., <https://doi.org/10.20955/r.103.153-74>; R. USHIDA e J. ANGEL, *Regulatory Considerations on Centralized Aspects of DeFi Managed by DAOs*, in M. BERNHARD et al. (eds.), *Financial Cryptography and Data Security. FC 2021 International Workshops*, Berlin – Heidelberg, 2021, 21 ss.; S. BOYKEY SIDLEY, S. DINGLE, *Beyond Bitcoin*, London, 2022; I. MAKAROV, A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, in *BIS Working Papers*, n. 1061, December 2022; I. H-Y CHIU, *The Application of the EU Markets in Crypto-asset Regulation to Decentralised Finance*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 38 [2023] *J.I.B.L.R.* 432 ss.; e sul mutevole atteggiarsi (del grado) della decentralizzazione, v. A. WALCH, *Deconstructing ‘Decentralization’: Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in C. BRUMMER (ed.), *Cryptoassets. Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Oxford, 2019, 39 ss. In tema, con particolare riguardo al DLT Pilot Regime, v. J. MCCARTHY, *From childish things: the evolving sandbox approach in the EU’s regulation of financial technology*, in 15 [2023] *Law, Innovation & Technology* 1 ss.; R. PRIEM, *A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection and financial stability*, in 30 [2022] *J.F.R. & C.* 371 ss.; e G. ZACCARONI, *Decentralized Finance and EU Law: The Regulation on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology*, in *European Papers*, 2022, 601 ss. V. altresì R. LENER e S.L. FURNARI, *La “decentralizzazione” dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione*, in *Temi e problemi di diritto dell'economia. Liber amicorum Laura Ammannati*, a cura di A. CANEPA e G.L. GRECO, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2024, Supplemento al fasc. n. 1/2024, 447 ss.; il volume a cura di S.L. FURNARI, *La Finanza Decentralizzata. Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, Roma, 2023; E. PRANDIN, *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in *Bocconi Legal Papers*, n. 16, 2021, 51 ss.

Il che si spiega poiché, soprattutto in quei mercati, interessa eminentemente lo scambio in sé⁶⁸ indipendentemente dal soggetto con cui avvenga. Da qui l'indifferenza per l'identità della controparte, assecondata da un contesto operativo fortemente procedimentalizzato dalla disciplina di settore, che è contraddistinto da un'articolazione e una complessità notevolmente accresciute rispetto alla borsa delle grida poiché vi operano diverse categorie di intermediari⁶⁹ al cui vertice si collocano le controparti centrali⁷⁰; e che è congegnato per assicurare (e accrescere la fiducia nel) l'ordinata esecuzione delle operazioni di mercato pure in situazioni di *shock* (incluso l'inadempimento), che costituisce finalità già perseguita dalla disciplina nazionale anteriore alla c.d. legge s.i.m.⁷¹ e, poi, conservata dalla successiva evoluzione della normativa impressa dai provvedimenti comunitari di armonizzazione degli ordinamenti nazionali europei.

Un'indifferenza che testimonia una marcata oggettivazione dello scambio⁷², che tra l'altro riduce gli spazi di rilevanza dell'errore; e che

⁶⁸ In una prospettiva di teoria generale del contratto, v. N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, pp. 347 ss. Contra v. G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in Riv. dir. civ., 1998, I, 525 ss., e cfr. N. IRTI, "È vero ma..." (Replica a Giorgio Oppo), in Riv. dir. civ., 1999, I, 273 ss.

⁶⁹ Per tutti, v. C. ANGELICI, *Sul contratto di borsa*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2021, *passim*.

⁷⁰ Tra gli altri, cfr. G.A. PAPACONSTANTINO, *Financial Market Infrastructure and Economic Integration: A WTO, FTAs, and Competition Law Analysis*, Oxford – New York – Dublin, 2024, spec. 62, 68 s., 150 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in ODC, 2018, 40 ss.; e ECB e FED Chicago, *The Role of Central Counterparties*, July 2007, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/rolecentralcounterparties200707en.pdf?2973e97f821d65505808bd2a9662560e>.

⁷¹ Cfr. M. ROTONDI, *Liquidazione coattiva di borsa ed esecuzione fallimentare*, in *Dir. fall.*, 1974, I, 221 ss.; e C. COLTRO CAMPI, *L'amichevole componimento delle insolvenze in borsa*, *Giur. comm.*, 1982, I, 847 ss.

⁷² Nel quadro della tendenza all'oggettivazione dei processi valutativi della rilevanza giuridica (cfr. N. IRTI, *Rilevanza giuridica*, in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, 1094 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 331 ss.; e ID., *Fattispecie*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1988, spec. 5), sul processo di oggettivazione del contratto, cfr. ad es., G.H. TREITEL, *The Law of Contract*, 8th edn., London, 1991, 30; W. HOWARTH, *The Meaning of objectivity in Contract*, [1984] 100 L.Q. Rev. 265 ss.; G. ROUHETTE, *La révision conventionnelle du contrat*, in *Rev. int. dr. comp.*, 1986, 369 ss.; A. DE MOOR, *Intention*

è enfatizzata dall'affidamento della determinazione dei contenuti dell'operazione a un sistema di IA, poiché il funzionamento di quest'ultimo riposa – allo stato – su modelli matematici intrinsecamente logici, dunque razionali che sono impermeabili all'emotività. Per ciò si può essere tentati di cogliere nella diffusione dei sistemi di IA in seno all'operatività bancaria e finanziaria la quintessenza dell'*agere* razionale sui mercati dei capitali; e nelle disposizioni che di essi impongono l'impiego, come l'art. 174 del CRR III, un'epifania delle teorie economiche di matrice neoclassica e neoliberale. O, se si preferisce, un tentativo di realizzare il postulato di tali teorie, cioè la razionalità degli agenti del mercato, vincolandone l'operatività alla razionalità dei modelli di IA a cui si può idealmente associare la funzionalità a un ordinato svolgimento del mercato coerente con l'istanza di stabilità. Con l'avvertenza che ciò che è razionale non è sempre vero, né corretto o appropriato; che il modello può alimentare l'*herd effect* o *herding behaviour*; e che, in dipendenza del modello, la decisione non solo non è libera, ma non è neppure detto che sia prevedibile.

in the Law of Contract, Elusive or Illusory, [1990] 106 *L.Q. Rev.* 639 ss.; M.S. ZAKI, *Le formalisme conventionnel. Illustration de la notion de contrat-cadre*, in *Rev. int. dr. comp.*, 1986, 1057 ss., nonché il confronto tra E. BETTI, *Il negozio giuridico in una pubblicazione recente*, in *Giur. it.*, 1947, IV, 137 ss., e G. STOLFI, *Il negozio giuridico è atto di volontà*, ivi, 1948, IV, 41 ss. Sulla de-psicologizzazione del negozio giuridico, v. pure E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1943, *passim*; G. OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Bologna, 1943, *passim*; V. ROPPO, *Il contratto*, Bologna, 1977, 156; A. GENTILI, *L'ermeneutica di un giurista ermeneutico: Emilio Betti e l'interpretazione*, ne *L'attualità del pensiero di Emilio Betti a cinquant'anni dalla scomparsa*, a cura di G. PERLINGIERI e L. RUGGERI, Napoli, 2019, 1061 ss.; e N. Irti, *Lecture bettiane sul negozio giuridico*, Milano, 1991, ID., *Il negozio giuridico come categoria storiografica*, nei *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 1990, 557 ss., ID., *Destini dell'oggettività*, in *Dir. priv.*, 1995, 345 ss., fino a ID., *Scambi senza accordo*, cit., 347 ss.

Gli attori economici e gli obiettivi di sostenibilità. I riflessi sull'operatività dei mercati *

SOMMARIO: 1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi – 2. Un primo esempio: le agenzie di *rating*, contemporaneamente *private watchdogs* e figure di spicco del mercato – 3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale – 4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei *proxy advisors* – 5. Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* – 6. Conclusioni.

1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi

Si può sostenere che la declinazione dei fattori ESG¹ nell'ambito giuseconomico abbia ormai assunto i contorni di una "galassia". L'affermazione, ancorché possa sembrare caratterizzata da vaghezza, mira a dare conto della complessità di un insieme non omogeneo di attività, indici, strumenti e valori, la cui indeterminatezza comporta, quasi necessariamente, incertezze definitorie² e – conseguentemente – sistematiche.

* Il testo amplia alcune delle riflessioni approfondite dall'Autore nel contributo *Note su sostenibilità non finanziaria e "nuovi" gatekeepers*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, a cura di F. Riganti, Torino, 2024, in corso di pubblicazione.

¹ L'acronimo "ESG" è stato utilizzato per la prima volta in un documento ufficiale nel rapporto redatto nel 2004 da diciotto istituzioni finanziarie su iniziativa delle Nazioni Unite. La relazione, dal titolo, "*Who Care Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*" conteneva raccomandazioni per meglio integrare le questioni ambientali, sociali e di *governance* nell'analisi, nella gestione degli *asset* e nell'intermediazione mobiliari. Da allora molte altre istituzioni, sia pubbliche sia private, hanno concentrato la loro attenzione sulla combinazione tra interessi sociali e ambientali e imprese. Al punto che le autorità di regolamentazione di tutto il mondo (soprattutto nell'Unione Europea e in alcuni Paesi europei) hanno introdotto regole legate al clima.

² Si vedano E. MACCHIAVELLO, *Remaining main challenges in the area of sustainable finance*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, a cura di E. Macchiavello e M. Siri, Torino, 2024, 69 ss.; R.T. TRAHAN e B. JANTZ, *What is ESG? Rethinking the "E" pillar*, in *Business Strategy and the Environment*, 2023, 32, 7, 4382 ss.; *ivi*, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*, 2022,

L'esigenza di ridurre ad unità semplici e comprensibili le "specifiche" inerenti alla sostenibilità non finanziaria è di tutta evidenza se si volge lo sguardo tanto all'efficienza del sistema economico³, quanto alle prerogative ricadenti su alcuni degli attori del mercato che risultano interessati dalle nuove "consapevolezze" legate ai temi *green*, *social* e di *governance*⁴. E il tema si ripropone in termini ancora più complessi avuto riguardo della circostanza che, ai fini del raggiungimento di livelli adeguati di efficacia, le operazioni di mercato dovrebbero avvenire all'interno di una cornice regolatoria chiara e definita.

In ordine a tale aspetto si pongono le riflessioni concernenti, in via prioritaria, le ragioni vertenti sul coinvolgimento – che, seppur con notevoli differenze, si sta affermando a livello globale⁵ – di soggetti

32, 4, 1189 ss.; A. HALLER, M. LINK e T. GROB, *The Term 'Non-financial Information' – A Semantic Analysis of a Key Feature of Current and Future Corporate Reporting*, in *Accounting in Europe*, 2017, 14, 3, 407 ss.

³ S. GADINIS e A. MIAZAD, *Corporate Law and Social Risk*, in *Vanderbilt Law Review*, 2020, 73, 5, 1401 ss. Gli AA., a p. 1415, osservano: «ESG's scope expands by the day with new concerns vying for corporate attention (...). This definitional ambiguousness has given rise to a common misconception of ESG as a random and ever sprawling assortment of objectives, influenced by fads and trends rather than hard business logic»; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 4, 22 ss.; G. ALPA, *Proprietà privata, funzione sociale, poteri pubblici di «conformazione»*, in *Riv. dir. pubbl.*, 2022, 599 ss. Per le banche, cfr. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *AGE*, 2022, 319.

⁴ L'espressione è stata impiegata sia nel collegamento tra tasso di rendimento delle azioni e integrazione di politiche riferibili ai fattori ESG, sia nelle indagini sul rapporto tra queste ultime e il rischio di credito. Si vedano rispettivamente in ordine a entrambi gli aspetti ora menzionati: C. KOZIOL e S. KUHN, *ESG Risk Premia and the Impact of ESG Awareness: Differences between the US and the EMU Markets*, in *Journal of Portfolio Management*, 2023, 49, 6, 158 ss.; M. BROGI, V. LAGASIO e P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor*, in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2022, 33, 3, 522 ss.

⁵ Anche negli Stati Uniti, Paese solitamente ostile a forme di massiccia regolamentazione afferente ai temi di cui alla presente trattazione, l'influenza dei fattori ESG e della sostenibilità ha portato, il 28 marzo 2024, la *Securities and Exchange Commission* ad adottare *Rules* sulle comunicazioni non finanziarie. La regolamentazione, tuttavia, è stata oggetto di sospensione a tempo indefinito da parte dell'Autorità medesima, in ragione della necessità di attendere l'esito dei plurimi giudizi riguardanti la relativa validità. A livello statale, la California, ancor prima

privati nel raggiungimento di obiettivi di sostenibilità⁶ e, secondariamente, sulle implicazioni, in termini di regolazione pubblica⁷ e di prospettive di mercato⁸, che tale coinvolgimento comporta.

Emerge dunque la necessità di vagliare l’“opzione” di politica economica di gravare soggetti privati, il cui interesse primario dovrebbe essere finalizzato alla remunerazione del capitale⁹, di obblighi sempre più rafforzati in ordine alla sostenibilità ambientale e sociale. Invero, imporre, in alcune circostanze a livello di *hard law*, obiettivi altri

dell’Autorità federali, aveva promulgato leggi concernenti comunicazioni di sostenibilità: si tratta delle SB 253 e SB 261, introdotte nell’ottobre 2023.

⁶ Si pensi che la Circolare 285 del 2013 di Banca d’Italia include, tra gli elementi da tenere in considerazione nella definizione delle strategie aziendali, «gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali». Volgendo lo sguardo al settore assicurativo, il Regolamento IVASS del 6 giugno 2016, n. 24, modificato dal provvedimento n. 131 del 10 maggio 2023, recante disposizioni in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, richiede ora che «la politica degli investimenti [tenga] conto anche dell’impatto potenziale a lungo termine sui fattori di sostenibilità» (art. 4, comma 4).

⁷ All’interno dell’Unione europea la regolamentazione in tale ambito del diritto si è attestata nel senso di classificare le attività sostenibili (Regolamento Tassonomia), introdurre meccanismi di comunicazione e *reporting* delle attività non finanziarie (Direttiva CSRD), sino a includere – come meglio precisato nel prosieguo di questa trattazione – obblighi di adeguata verifica della sostenibilità delle società e della relativa catena del valore (Direttiva CSDDD). Si veda la successiva nt. 41 sui recenti interventi euro-unionali, nonché il successivo §5.

⁸ La sostenibilità ha infatti pervaso il diritto societario prima che sul punto si fosse formata una regolamentazione di natura precettiva. I due approcci, quello impositivo e quello *soft law*, corrono, nella materia *de qua*, su due filoni distinti che si integrano tra loro. Un esempio di tale risultato è offerto dal Codice di *Corporate Governance*, elaborato da Borsa Italiana nel 2020, ove si definisce il successo sostenibile quale «obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società» (*Definizioni*). Inoltre, gli emittenti aderenti, ai sensi dell’art. 123 *bis*, comma 2, t.u.f., devono riportare nella relazione sulla gestione anche «le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari». Così la fonte giuridica non vincolante risulta in qualche modo integrata dalla disciplina nelle società per azioni quotate.

⁹ È divenuta celebre l’espressione utilizzata nel 1970 da Milton Friedman che, nelle pagine del *New York Times* aveva affermato, a partire dal titolo di un suo saggio: «*the social responsibility of business is to increase its profits*» (“la responsabilità sociale delle imprese è aumentare i profitti”).

rispetto al profitto non pare rappresentare una soluzione idonea al perseguimento di uno sviluppo sostenibile collettivo, in quanto eccessivamente “elastica” e, come si argomenterà nel corso di questa trattazione, soggetta ad interpretazioni in grado financo di invertirne il significato e, dunque, di generare un’eterogenesi delle relative finalità. La questione, poi, deve essere correlata alla definizione dell’oggetto dell’attività economica esercitata in forma societaria che, nell’accezione commerciale, è ispirata istituzionalmente allo scopo di lucro¹⁰.

Infatti, su un piano si colloca l’urgenza che gli operatori economici si conformino a disposizioni concernenti la tutela socio-ambientale e la riduzione dell’emissione di sostanze inquinanti; su tutt’altro piano, invece, si fondano le ragioni afferenti all’introduzione di doveri – ricadenti sui medesimi operatori – di perseguire obiettivi che, se non adeguatamente contornati da cautele, corrono il rischio di incrementare (senza, peraltro, giustificare) i profili della relativa responsabilità¹¹. Cionondimeno, in alcune circostanze, gli obiettivi sostenibili hanno avuto l’effetto di elevare la posizione di alcuni soggetti privati, quali ad

¹⁰ S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all’ESG. L’impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 63. L’A., alla nt. 14, osserva: «il perseguimento in via principale e primaria di interessi di terzi (lo si desume dal tenore e dall’esistenza stessa delle disposizioni sulla società benefit, ad esempio) è ontologicamente estraneo al concetto proprio di “scopo di lucro dei soci” a cui è teleologicamente preordinata la fattispecie “società” disegnata dal codice, a meno di voler accedere ad una lettura riduttiva nel senso che considerare i primi sia strumentale ad un obiettivo di maggiore valorizzazione del secondo. In questa direzione, però, l’inclusione dei fattori ESG nella gestione d’impresa torna ad essere un tema di estensione qualitativa della discrezionalità degli amministratori in una prospettiva *shareholder-oriented*». Parzialmente differente è l’opinione di U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 226 ss. ove l’A. ricollega l’integrazione nella strategia d’impresa dei fattori ESG alla creazione di valore per gli azionisti. Si v. anche A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023.

¹¹ S.A. CERRATO, *op. loc. ult. cit.*, argomenta ulteriormente: «non si deve equivocare la prospettiva dell’adozione di politiche o condotte improntate alla sostenibilità *nell’impresa* (cioè nelle tecniche di produzione o erogazione di beni o servizi, nell’organizzazione del *business*, nell’impatto su ambiente e comunità di riferimento) con il diverso concetto della sostenibilità *dell’impresa*, che esprime invece un dovere positivo (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, TUF) degli amministratori di adeguata considerazione di prospettive di medio lungo termine».

esempio le agenzie di *rating* o i *proxy advisors*, ad attori economici di estrema rilevanza, vista l'importanza dei relativi giudizi anche sul versante regolamentare¹².

Inoltre, questo quadro d'insieme riveste complessità sistematica, avuto riguardo dei formanti euro-unionali: tale fenomeno regolatorio affida ad alcuni soggetti economici sia un ruolo di attiva implementazione di scelte sostenibili, sia una funzione di vaglio e verifica di scelte imprenditoriali assunte da soggetti terzi, sostanziandosi l'attività di tali operatori in un'effettiva funzione di *gatekeeping e oversight*.

Punto, quest'ultimo, su cui pare opportuno riflettere alla luce delle singole posizioni di forza e di debolezza di entità che – almeno in linea di principio – dovrebbero proiettare la rispettiva attività alla soddisfazione dei propri clienti o dei propri soci e non al raggiungimento di obiettivi di natura pubblica.

Così, l'approfondimento circa il ruolo di alcuni dei partecipanti al mercato si inserisce in una cornice di interesse strategico e sistematico. E, allo stesso tempo, permette di rilevare alcuni profili problematici in ordine alle criticità collegate alla nuova impostazione sostenibile. In particolare, infatti, parrebbe potersi ipotizzare l'emergere di nuovi possibili conflitti tra interessi collettivi e interessi prettamente privatistici, in virtù della contrapposizione tra finalità differenti. L'analisi degli aspetti ora lambiti, pertanto, mira a evidenziare il ruolo, l'attività e la distanza che intercorre tra i *desiderata* del mercato, le esigenze regolatorie e le aspirazioni privatistiche.

E ciò, in chiusura di queste notazioni preliminari, tanto con riferimento ai soggetti attivamente coinvolti nel raggiungimento di obiettivi sostenibili – gli emittenti –, quanto con riguardo alle entità che svolgono un ruolo intermedio – le agenzie di *rating* e i *proxy advisor*. Entrambe le categorie ora menzionate, infatti, risultano sempre più sollecitate da spinte “esogene”, non soltanto legislative o prudenziali, e nemmeno, peraltro, soltanto *hard law*, dirette a coniugare la

¹² Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, Consob, *Working Paper* n. 81, aprile 2015, 8, nt. 3. Per riflessioni in merito all'attività delle agenzie di *rating*, da lungo tempo accostabile ad una forma di legislazione privata, si v. S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, 1, 1 ss.

salvaguardia dello sviluppo e della crescita sostenibili con i profili lucrativi delle attività economiche.

2. *Un primo esempio: le agenzie di rating, contemporaneamente private watchdogs e figure di spicco del mercato*

Come noto, il mercato opera secondo logiche di scambio¹³, le quali conservano “vitalità” anche laddove non sia possibile operare in un sistema in cui sia verificabile un equilibrio tra domanda e offerta o una condizione di parità tra le varie categorie di soggetti coinvolti. Nell’ambito della riscontrabile diversità di posizioni incidono, *inter alia*, le cc.dd. *market failures*, caratterizzanti ambiti in cui la distribuzione di beni e servizi in un dato libero mercato non è efficiente, ma anzi risulta connotata da anomalie nell’allocazione delle risorse¹⁴.

In tale contesto, le competenze di alcuni “soggetti terzi” acquistano dunque rilievo centrale. È il caso delle agenzie di *rating*, il cui ruolo è nel tempo divenuto essenziale ai fini di colmare le asimmetrie

¹³ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, 2023; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed. a cura di S. Gilotta, Torino, 2023; AA.VV., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. Ventoruzzo, Torino, 2023; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, III ed., Milano, 2020.

¹⁴ Il termine è ricorrente negli studi relativi all’analisi economica del diritto. Si vedano sul punto le riflessioni di J.E. STIGLITZ, *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*, in AA.VV., *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*, a cura di E.J. Balleisen e D.A. Moss, Cambridge, 2010, 13 ss.; L.N. EDWARDS e F.R. EDWARDS, *Differential State Regulation of Consumer Credit Markets: Normative and Positive Theories of Statutory Interest Rate Ceilings*, *Columbia University Research Working Paper n. 159 A*, 1978, ove una ricostruzione delle cause dei fallimenti di mercato, riscontrabili nelle quattro categorie di (i) monopoli e oligopoli, (ii) esistenza e sfruttamento di “beni pubblici” e (iii) di “beni pubblici con esternalità” e (iv) asimmetrie informative nel mercato. Tra gli Autori italiani si vedano le autorevoli considerazioni di M.S. GIANNINI, *I pubblici poteri nello stato pluriclasse*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1979, 402 ss.; F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di “parte debole”*, in *Rivista ODC*, 2013, 1 ss.; G. CORSO, *Riflessioni su amministrazione e mercato*, in *Dir. amm.*, 2016, 1 ss. Nel contesto sociale e ambientale, v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell’Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, 639 ss.

informative, rientranti nei “fallimenti di mercato”, tra il pubblico e gli emittenti¹⁵.

Gli attori economici, collocandosi in una posizione intermedia tra gli investitori e il mercato, forniscono un giudizio di meritevolezza su uno o più aspetti connessi ai rischi degli investimenti¹⁶. I sistemi di rilevazione, monitoraggio e stima, dunque, sono tanto più efficaci quanto più i parametri di valutazione sono allineati e uniformi¹⁷.

Proprio con riferimento a quest’ultimo aspetto rileva la «divergenza degli ESG *rankings*»¹⁸, dovuta alla pluralità dei criteri utilizzati e al conseguente carattere “mobile” del vaglio, che acquista maggior interesse a voler guardare alla tematica concernente l’adeguatezza delle valutazioni effettuate, anche e soprattutto in punto di sostenibilità, nonché della relativa aggregazione, nella prospettiva di offrire una *opinion* di adeguatezza dell’investimento.

¹⁵ Ultimamente v. M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *Sustainability Gatekeepers: ESG Ratings and Data Providers*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2023, 25, 2, 355 ss.

¹⁶ A. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013; G. PRESTI, Take the «AAA» train: *note introduttive su rating*, in *AGE*, 2012, 251 ss.; AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2012. Soprattutto nell’ambito ESG, i *rating* misurano, per l’appunto i rischi, e non si configurano quali *rating* d’impatto. Cfr. in merito M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Nell’Unione europea, tale attività viene svolta a norma del Regolamento (UE) del 16 settembre 2009, n. 1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito.

¹⁷ A. ANGELONE, *ESG Indexation*, in *Rivista Corporate Governance*, 2020, 187, evidenzia le fasi del procedimento di formazione del *rating* ESG: questo avviene secondo un approccio non standardizzato – basato su dati provenienti dagli emittenti e dalle informazioni pubblicamente disponibili – caratterizzato da opacità e risultante in una normalizzazione rispetto ai *peer* del medesimo settore.

¹⁸ La produzione scientifica, specialmente straniera, è ormai amplissima. Senza pretesa di esaustività si vedano: F. BERG, J. F. KÖLBEL e R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 26, 6, 1315 ss.; D. AVRAMOV, S. CHENG, A. LIOUI e A. TARELLI, *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2022, 145, 2, 642 ss.; M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, e L. PELIZZON, *Inside the ESG ratings: (dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 5, 1426 ss. Per l’Italia v. G. GIUDICI e F. TENCA, *The Divergence of ESG Ratings: An Analysis of Italian Listed Companies*, in *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2021, 9, 2, 1 ss.

Nel contesto delineato – frastagliato, in quanto multilivello¹⁹ e multilaterale²⁰ – le agenzie di *rating* si trovano in una posizione privilegiata, con riguardo sia al ruolo di «*watchdogs*» privati²¹, sia ai giudizi che esprimono.

¹⁹ In quanto basata su fonti primarie e secondarie, interne e unionali, nonché su fonti giuridicamente *soft law*, ma particolarmente incisive. Si pensi, ad esempio, alle *Guidelines* pubblicate dall'ESMA il 5 luglio 2024, relative alle informazioni sulla sostenibilità degli emittenti. Esse rappresentano l'indicazione pratica di come strutturare l'informazione non finanziaria secondo gli standard di rendicontazione della sostenibilità (ESRS) introdotti dalla CSRD. Ecco, dunque, che le fonti primarie e gli orientamenti di vigilanza, integrandosi, creano un *corpus* di disciplina innovativo e sostanzialmente vincolante. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. L'A. nota: «quanto al primo tema, le "Aspettative" – come precisato dal provvedimento stesso – "mirano a fornire indicazioni di carattere generale non vincolanti", venendo rimessa al singolo intermediario la loro "declinazione a livello operativo", secondo il noto principio di proporzionalità. A tale approccio "*soft*", tuttavia, corrisponde un innegabile irrigidimento, confermato dal confronto e dall'interlocuzione di "ordinaria vigilanza" che l'Autorità svolgerà in relazione al grado di rispondenza alle aspettative in questione e sui piani di adeguamento (dunque attesi) degli istituti, al fine di assicurare il progressivo allineamento delle prassi aziendali alle aspettative stesse. A fronte di una tale premessa, dunque, emerge il carattere decisamente più "*hard*" del provvedimento in commento il quale, pur risultando esulare dai più classici strumenti di vigilanza regolamentare, nel concreto già detta al management dei soggetti vigilati precisi obiettivi ambientali e specifiche modalità di azione, la cui adozione è necessaria al fine di garantire una piena *compliance* ai desiderata della Banca d'Italia». ESMA ha inoltre pubblicato in data 22 maggio 2024 il *position paper* intitolato "*Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU*", ove sono riportate ulteriori raccomandazioni relative, tra gli altri, al rafforzamento del mercato, l'ampliamento delle opportunità di investimento dei cittadini europei

²⁰ Sul punto v. C.A. BOLLINO e F. BOTTI, *Le sfide della frammentazione geo – economica per l'azione climatica multilaterale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 2, 12 ss.

²¹ Il termine viene usualmente utilizzato con riferimento alle autorità di settore, in virtù dei compiti di vigilanza che ricadono sulle medesime. Tuttavia, il ruolo di *gatekeeping*, che con frequenza sempre più incisiva caratterizza l'operatività delle agenzie di *rating*, pare ben compendiarsi con tale espressione. Peraltro, quest'ultima, nella "declinazione" di *corporate watchdogs*, è stata utilizzata con riguardo all'attività degli analisti finanziari. Si v. sul punto M. NAVONE e T. TO, *Corporate watchdogs*, in

Le due “anime” in cui si può sezionare l’attività corrono, tuttavia, il rischio di porsi su posizioni tra loro non allineate. Ciò avuto riguardo della scarsità di regolazione del fenomeno a livello mondiale e di un contesto geopolitico ed economico costantemente incline a modificazioni²² (quando non addirittura a “stravolgimenti”²³).

Sul punto, preme evidenziare che malgrado la locuzione “fattori ESG” risulti efficace dal punto di vista divulgativo, essa non è in grado di individuare elementi universalmente condivisi e identificabili a priori²⁴. A mancare, infatti, è il rapporto tra generalizzazione dei

Financial Management, 49, 2020, 925 ss. Cfr. il Rapporto *Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-sector Watchdogs*, del 7 ottobre 2002, ove a p. 76 le agenzie di rating del credito sono definite quali “outside watchdogs”, in considerazione del ruolo di “giudice” terzo dell’affidabilità creditizia delle entità sottoposte al relativo vaglio. Queste ultime, tuttavia, nel caso Enron – unitamente ad altri soggetti – fallirono in misura macroscopica. Il documento, infatti, chiarisce che le agenzie di rating: «do what their name implies: rate the creditworthiness of entities, such as public companies, and the debt they issue, so that those wishing to extend credit—by buying bonds, for example—can better understand the risk that they may not see a return on that investment. Ratings have taken on great significance in the market, with investors trusting that a good credit rating reflects the results of a careful, unbiased and accurate assessment by the credit rating agencies of the rated company. But as with so many other market players, Enron caused this legendary reliability to be called into question». Il testo del Rapporto, predisposto in seno al *Committee on Governmental Affairs* del Senato statunitense e pubblicato dall’allora *Chairman*, Joseph I. Lieberman e dall’allora *Ranking Member*, Fred Thompson, è reperibile al seguente link: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>.

²² Circa i cambiamenti climatici e i connessi rischi per il Pianeta, si veda il sesto Rapporto di Valutazione elaborato dall’*Intergovernmental Panel for Climate Change*, anche IPCC, reperibile al seguente link: <https://ipccitalia.cmcc.it>.

²³ Con riferimento alla transizione climatica, si vedano le riflessioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, Torino, 2023, 19 ss. che sintetizza gli obiettivi della politica economica dei prossimi decenni nella «necessità di affrontare la “transizione verde”, da intendere in una accezione lata che, in primo luogo, è indicativa dell’intento di ripristinare condizioni di vita rispettose della natura e delle sue leggi [con interventi] volti a contrastare i cambiamenti climatici ed il degrado ambientale che minacciano l’intero pianeta».

²⁴ Si tratta di una moltitudine di indici caratterizzati da vaghezza. Anche se L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The perils and questionable promise of ESG-based compensation*, *ECGI Law Working Paper* n. 671, 2022, riportano come «despite the potential richness and intricacy of a company’s stakeholders and their interests, ESG metrics used in the real world are inevitably limited and narrow».

concetti e individuazione specifica delle singole fattispecie, tipica della scienza giuridica ed estremamente funzionale allo svolgimento delle attività economiche²⁵. Peraltro, si assiste a tale circostanza in un momento in cui il diritto si trova a “*rincorrere*” i processi evolutivi e, pertanto, non è in grado di offrire un adeguato perimetro di riferimento all’interprete²⁶.

È così che le agenzie di *rating* ricoprono un ruolo di necessario “*inframezzo*” tra gli investitori e gli emittenti²⁷. L’attività di tali attori del mercato, peraltro, risulta ulteriormente avvalorata dalla circostanza che alla disomogeneità dei criteri, si accompagna, contestualmente e

²⁵ Osserva S. AMOROSINO, *Principi e clausole generali nelle regolazioni delle transizioni economiche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 1-2, che il diritto (dell’economia, in particolare) si attegga a *medium* e a strumento di connessione delle dinamiche economico-finanziarie, in quanto «in ragione del suo oggetto, ma soprattutto per la sua natura sincretistica, compositiva, di istituti giuridici di diversa origine – civilistica e pubblicistica, commercialistica ed amministrativistica – appare naturalmente “vocato” a tentare di dare forme giuridiche ai processi di transizione dell’organizzazione economica dei mercati, degli Stati e delle istituzioni ed aggregazioni superstatali».

²⁶ Lo sviluppo recente del mercato, infatti, è stato interessato da fenomeni di varia natura: si pensi alla crisi pandemica dovuta alla diffusione del virus da Covid-19, al conflitto tra Russia e Ucraina e alla conseguente necessità di definire un *framework* normativo in grado di sostenere il “*peso*” delle sanzioni economiche imposte alla prima, il supporto finanziario alla seconda e l’adattamento (parziale) delle regole di mercato al contesto di riferimento. Ma ancora, si pensi al conflitto israelo-palestinese, i cui caratteri influenzano anche il mercato dei capitali. A quanto precede, deve essere collegato anche il fatto che secondo il rapporto *European State of the Climate 2023*, elaborato dal *Copernicus Climate Change Service* (C3S) e dal *World Meteorological Organization* (WMO), le temperature medie dell’anno 2023 sono state tra le più calde di sempre. È in questo contesto che si coglie l’esigenza di un compromesso tra la necessità di assicurare la prosecuzione – in ottica di fisiologia – di scambi commerciali e del funzionamento del mercato, da un lato, e l’esigenza di tutelare, tra gli altri, l’ambiente. Compromesso che, alle volte, pare eccessivamente sbilanciato in uno o nell’altro senso, senza che si sia ancora raggiunto un punto di equilibrio accettabile.

²⁷ In ordine ai rating ESG si vedano M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, 558 ss.; G. STRAMPELLI, *ESG, “disclosure” di sostenibilità e “stewardship” degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 828 ss.; M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 63 ss.; S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. reg. merc.*, 2022, 708 ss.

quasi ontologicamente, una particolare differenziazione in punto di metodologie della misurazione dei rischi ESG²⁸.

Con riferimento alla sostenibilità, queste si caratterizzano per essere fondate su modelli interni di rilevazione²⁹, elaborati sulla base di specifici quesiti selezionati dalle agenzie medesime³⁰. Inoltre, la valutazione è spesso effettuata operando un confronto tra imprese concorrenti, con la conseguenza che anche in settori altamente inquinanti è possibile riscontrare la presenza di realtà “virtuose”³¹.

Gli elementi menzionati appaiono se non altro problematici: l’esecuzione delle transazioni sul mercato, quantomeno in punto di sostenibilità, è effettuata (anche se non totalmente) sulla base del risultato di un’attività privata capace, peraltro, di influenzare il pubblico. La posizione delle agenzie di *rating* assume pertanto rilevanza essenziale all’interno del processo di selezione dei soggetti finanziati³².

Dunque, da un lato le stesse svolgono effettivamente un’attività di valutazione tecnica sugli emittenti attraverso l’utilizzo di parametri determinati³³ e, in tale veste, partecipano concretamente all’opera di *oversight*, intesa quale operazione di (etero)controllo sulla meritevolezza delle imprese e di indirizzo nella determinazione delle

²⁸ Sul punto cfr. D. BARRESI, *Il rating ESG delle società di capitali*, in RDS, 713 ss., ove ulteriori ampi riferimenti.

²⁹ M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *op. cit.*, 378 ss.

³⁰ *Ibid.*

³¹ F.L. DE SILANES, J.A. MCCAHERY e P.C. PUDSCHEDL, *Institutional Investors and ESG Preferences*, ECGI Law Working Paper n. 631, 2022, 11.

³² Ciò, a maggior ragione avuto riguardo del ruolo degli *external reviewers* che istituzionalmente il Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE la cui efficacia può essere valutata soltanto dal 21 dicembre 2024, data a partire dalla quale gli emittenti possono emettere titoli obbligazionari sulla base della nuova normativa. Tuttavia, deve rilevarsi che il ruolo delle agenzie di *rating* è legato alla valutazione dell’investimento dal punto di vista della redditività del medesimo; la revisione esterna, invece, concentrerebbe l’attività dei soggetti ad essa deputata sulla classificazione “verde” dell’investimento.

³³ Cfr. G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, cit., 105 ss. *Ivi*, anche per rilievi comparatistici, si v. F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, 75 ss.

strategie di investimento³⁴ tipica del c.d. *gatekeeping*; dall'altro lato, si attestano quali attori fondamentali della relazione tra il pubblico investitore e i soggetti privati partecipati o finanziati³⁵, in grado di colmare parte della disomogeneità regolatoria cui si è fatto cenno.

Tale aspetto si intesta, all'interno dell'Unione europea, su un quadro di disciplina connotato da una maggior attenzione rispetto ad altri sistemi legislativi. Oltre alle norme contenute nel Regolamento (UE) n. 1060/2009, infatti, il legislatore unionale ha da poco introdotto il Regolamento (UE) del 27 novembre 2024, n. 3005/2024, sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance* (ESG), entrato in vigore nel gennaio 2025.

Molte erano state le sollecitazioni delle autorità di vigilanza europea tese a conciliare le distinte valutazioni sulla solvibilità e sulla sostenibilità dei soggetti valutati, considerata la lacuna di disciplina che caratterizzava il settore di riferimento³⁶. Il nuovo regolamento, come

³⁴ Così autorevolmente F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. sostiene che «il *rating* assume, pertanto, una valenza che, a ben considerare, trascende la sua tradizionale funzione: esso (...) è chiamato a svolgere un ruolo propulsivo ai fini di uno sviluppo sostenibile, facilitando la promozione di un maggior numero di opportunità operative».

³⁵ Sulla rilevanza delle agenzie e sui rischi connessi ad un affidamento eccessivo sui *rating* di sostenibilità v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Gli AA. – a p. 660 – osservano: «le preoccupazioni che circondano l'uso passivo dei tradizionali *rating* di credito sono ancora più pressanti nel caso dei *rating* di sostenibilità. [Infatti,] non solo le misurazioni su cui questi ultimi si basano sono soggette a gravi incertezze, ma l'aggregazione di tali misurazioni in indicatori sintetici si fonda su valutazioni spesso inevitabilmente soggettive».

³⁶ Non è possibile in questa sede analizzare con un grado di dettaglio elevato le posizioni che l'ESMA e l'ABE hanno assunto a partire dal 2021 sul tema del *rating* sostenibile. Su tali aspetti v. ESMA, *Letter to EC on ESG ratings*, 28 gennaio 2021, ESMA30-379-423, reperibile al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-letter-ec-esg-ratings>; la Strategia dell'ESMA 2023-2028, di cui al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-strategy-2023-2028>; nonché il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* pubblicato dall'ABE il 23 giugno 2021, reperibile al link: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks>. Sul punto v. C. FERRI, *Geometrie del nuovo "green rating power"*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, cit., 37 ss.

attentamente notato³⁷, si basa su «tre opzioni fondamentali», relative alla (i) raccolta di informazioni sostenibili e affidabili; (ii) prevenzione o gestione dei conflitti di interessi nella produzione del *rating* di sostenibilità; e (iii) divulgazione delle informazioni. E, d'altro canto per espressa previsione legislativa (art. 1), intende creare un approccio comune, per i fornitori «operanti» nell'Unione, teso a «rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona *governance* e l'indipendenza delle attività di *rating* ESG, contribuendo così alla trasparenza e alla qualità dei *rating* ESG». Elementi, questi, che dovrebbero consentire un maggior controllo sull'attività di fornitura di “pareri”³⁸ sostenibili, attuato mediante i consolidati meccanismi di autorizzazione e vigilanza prestata dall'ESMA (art. 6), e di creazione di un registro pubblico dei fornitori di *rating* ESG presso la medesima autorità (art. 14).

3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale

La sostenibilità (finanziaria e non) e la relativa regolazione hanno acquisito negli ultimi tempi rilievo determinante nell'ambito dei settori cc.dd. vigilati, ove – vuoi per la rilevanza pubblica dell'attività svolta, vuoi per l'interventismo delle Autorità di vigilanza³⁹ – i profili legati al

³⁷ Cfr. *ivi*, M. ARRIGONI, *Semplificare la complessità? Il Regolamento europeo sui rating ESG*, 385 ss., spec. a 397 ss.

³⁸ Si v. la definizione di *rating* ESG, di cui all'art. 3, par. 1, n. 1) del Regolamento, secondo cui lo stesso deve identificarsi in «un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o in merito all'esposizione di un elemento valutato a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance che si basa sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione definito costituito da categorie di rating, indipendentemente dal fatto che tale rating ESG sia denominato “rating ESG”, “parere ESG” o “punteggio ESG”».

³⁹ In ordine alla configurazione dei poteri, anche regolatori, in capo alle Autorità indipendenti nell'ordinamento interno, si vedano AA.VV., *Le autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*. Atti del Convegno *Le Autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*, presso l'Università degli Studi di Napoli - L'Orientale, 3 dicembre 2019, a cura di A. Contieri, M. Immordino e F. Zammartino, Napoli, 2020; F. ZAMMARTINO, *Il modello molteplice. La potestà normativa delle Autorità amministrative indipendenti*, Torino, 2020; F. TAKANEN, *Le autorità amministrative indipendenti*, Milano, 2022.

rispetto dei criteri ambientali rappresentano uno dei “*tasselli*” necessari dell’indagine.

In particolare, il tema si pone in diretta continuità con la crescente produzione di disciplina e con la conseguente necessità, per le imprese, di conformarsi agli indirizzi sezionali della materia. Peraltro, i settori finanziari – e dunque gli ambiti in cui operano società quotate, banche e assicurazioni – hanno rappresentato campi di prolifica innovazione normativa fin dalla loro settorializzazione⁴⁰. L’attenzione mostrata verso i temi ambientali, e più generalmente i fattori ESG, altro non è che la prosecuzione di un intenso processo di regolazione dei fenomeni economici che promana dai regolatori medesimi, anche in virtù delle prospettive dei mercati.

Le innovazioni principali, in questo campo, sono state accompagnate, in un primo momento, da un sempre maggiore interesse alla *disclosure*⁴¹ di informazioni ritenute utili per i soci, per i terzi e per

⁴⁰ In argomento, P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L’Università e il diritto commerciale, oggi. L’evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, 1107 ss. (spec. 1116), ha osservato: «la società per azioni quotata non è una “provincia separata dell’impero” bensì un laboratorio di sperimentazione di problemi e soluzioni che si riversano in seguito nel diritto comune», nonché R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021. Sulla capacità del sistema regolamentare bancario di essere precursore, nel contesto del diritto societario, cfr. F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019, che già a partire dalle prime parole di Presentazione, sostengono come gli aspetti innovativi legati alla *governance* bancaria siano tali da porre la materia «da sempre all’attenzione degli studiosi e degli operatori».

⁴¹ In particolare, cfr. la Direttiva (EU) del 22 ottobre 2014, n. 2014/95/UE, e la successiva Direttiva (UE) del 14 dicembre 2022, n. 2022/2464/UE, sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (Direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting*, o CSRD), recepita in Italia con il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125. In tema si veda anche Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2088/UE (o SFRD), relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, modificato dal Regolamento (UE) del 18 giugno 2020, n. 2020/852/UE, relativo all’istituzione di un quadro di riferimento sugli investimenti sostenibili (o Regolamento Tassonomia). Cfr. sul punto, I. CERIANA, *The Eu Green Taxonomy*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, cit., 90 ss.; nonché *ivi*, A. MOLINARI, *Sustainability Reporting: the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, 94. Da ultimo, a rilevare è anche il citato Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE, sulle cc.dd. obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come “obbligazioni ecosostenibili” e per le

il mercato. Successivamente, l'attenzione si è mossa nel senso di ampliare il novero degli obblighi "di sostenibilità", in parte coinvolgendo il fine ultimo dell'attività imprenditoriale esercitata, nei settori di riferimento, in forma collettiva societaria⁴².

In quest'ottica, dunque, devono leggersi gli indirizzi precettivi riguardanti elementi non strettamente appartenenti alla gestione della società, che in un'accezione "classica" dovrebbe corrispondere all'esecuzione di atti tesi alla realizzazione dell'oggetto sociale⁴³.

"obbligazioni legate alla sostenibilità". Per utili considerazioni, in un periodo antecedente alla legislazione sull'*impact investing*, v. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 115 ss. Dopo l'entrata in vigore della normativa, v. F. ANNUNZIATA e F. RIGANTI, *Prestiti e obbligazioni nel "prisma" della transizione sostenibile*, in AA.VV., *Profili privatistici della sostenibilità*, Atti del Convegno tenutosi presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca il 18-19 maggio 2023, a cura di G. Iorio, G. Bevivino e A. Semprini, in corso di pubblicazione. Dattiloscritto consultato per cortesia degli Autori.

⁴² U. TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, 338 ss. Per il caso specifico delle istituzioni bancarie, cfr. L. AMMANNATI, *Dimensioni "eccentriche" dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Riv. reg. merc.*, 2023, 261 ss. e S.E. LIGHT e C.P. SKINNER, *Banks and Climate Governance*, in *Columbia Law Review*, 2021, 121, 6, 1895 ss.

⁴³ Cfr. in argomento P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur.it.*, 2024, 1190 ss., secondo cui – in ottica neo-istituzionalistica – l'interesse sociale è «composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli stakeholder in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli stakeholder». In termini simili anche U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, cit., 226 ss. Parzialmente differenti sono le visioni di S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss. e di M. STELLA RICHTER JR. *Long termism*, in AA.VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P.M. Sanfilippo e R. Vigo, Torino, 2021, II, 2, 901 ss. e in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss. Secondo D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1023 ss., «l'inclusione di obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale nelle politiche gestionali della grande impresa azionaria rappresenta ormai un dato acquisito».

Pare, quindi, che a rilevare, in quest'ambito, sia la distinzione⁴⁴ tra la sostenibilità intesa come fattore di rischio, astretta entro canoni di adeguatezza organizzativa interna⁴⁵ e, dunque, anche di approccio al rischio climatico, ambientale e reputazionale⁴⁶; e la sostenibilità intesa in senso materiale, espressione che individua il perseguimento di

⁴⁴ Si vedano, seppur con riferimento alla funzione del *rating* di sostenibilità, le autorevoli considerazioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. chiarisce come la sostenibilità abbia mutato anche l'attività degli attori del mercato, improntata ora – in un'ottica finalistica – sul propulsivo sviluppo della sostenibilità. Ciò, tanto nell'ambito finanziario, quanto nel segmento della *corporate governance* delle società, sino a coinvolgere – quasi necessariamente in un contesto caratterizzato da teleologia euro-unionale – anche il fine ultimo delle stesse *corporations*.

⁴⁵ M. RABITTI, *Modelli partecipativi di gestione e prevenzione dei nuovi rischi di impresa tra regolazione e vigilanza*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di R. Lener, A. Sciarrone Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2024, 143 ss.; AA.VV., *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di S.A. Cerrato, Torino, 2019. Per le assicurazioni, in generale, si veda A. CAPIELLO, *Regolamentazione e risk management nelle imprese assicurative. Profili evolutivi*, Milano, 2008, nonché O.M. CALLIANO, *Introduzione. Gestione del rischio giuridico e diritto delle assicurazioni*, in AA.VV., *Avoid, transfer, retain. Aspetti giuridici dell'enterprise risk management e diritto delle assicurazioni*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2016, 25 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impresa e società*, 2018, 239 ss.; G. FARINA, *Assetti adeguati e società assicurativa. Questioni in tema di solvibilità*, Napoli, 2024, spec. a 111 ss. Con riferimento alla sostenibilità, v. da G. BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, in AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, 2023, spec. a 145 ss. nonché l'intervento del prof. Cesari, *Sostenibilità e assicurazione*, tenuto al Convegno Nazionale AIBA, tenutosi a Roma il 29 marzo 2023, reperibile al seguente link: <https://www.ivass.it/media/interviste/intervista/sostenibilit-e-assicurazione/>. Il rapporto tra sostenibilità e doveri organizzativi è stato indagata anche da A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, suppl., 1 ss.

⁴⁶ J.J. BURKE, *Do boards take environmental, social, and governance issues seriously? Evidence from media coverage and CEO dismissals*, in *Journal of Business Ethics*, 2022, 176, 647 ss., che individua nei media, un soggetto esterno influente in quanto in grado di formare e riflettere l'opinione pubblica anche su questioni ESG.

interessi altri rispetto al mero profitto, comprendendovi anche fattori ambientali, come fisiologico sviluppo dell'azione sociale⁴⁷.

Orbene, i due concetti paiono talvolta finanche (con)fondersi nei sistemi speciali, in cui la regolazione pubblica parrebbe progressivamente orientata a “imporre” in capo alle società soggette a supervisione esterna un fattivo impegno economico, finanziario e organizzativo, connotato da finalità di interesse generale che includono – a livello di *soft e hard law*⁴⁸ – anche i relativi *stakeholders*. Aspetto, quest'ultimo, che deve essere letto in combinato con le ulteriori prescrizioni di fonte primaria e secondaria riguardanti, *inter alia*, fattori socio-ambientali⁴⁹.

A valle delle considerazioni di carattere generale, deve osservarsi che l'emergere del rischio connesso alla sostenibilità non comporta di per sé lo “*snaturamento*” della definizione tipica delle società e del loro

⁴⁷ Sul punto è intervenuto U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, cit., 226 ss., secondo cui «l'adozione dei fattori ESG — tanto nelle politiche societarie, quanto nelle scelte di investimento — non si pone in antitesi con il perseguimento di un vantaggio economico; più in particolare, assume rilevanza l'interesse economico e finanziario complessivo dell'impresa e dei soci nel lungo periodo, supportato e reso possibile grazie anche a politiche di sostenibilità sociale ed ambientale». *Contra* S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss.

⁴⁸ Sull'evoluzione (normativa e non) relativa all'incidenza dei fattori ESG sul governo societario, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1/suppl. 3, 83 ss.

⁴⁹ Cfr. le riflessioni contenute nel documento “*Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMF*”, elaborato Commissione di studio “*Governance e finanza*” istituita presso il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. *Ivi* si veda E. DE NUCCIO, *Presentazione*, in cui si afferma: «dovremmo in qualche modo, tutti (professionisti, imprese, legislatore), sentirci obbligati non solo alla conformità alla norma, anzi, al rispetto della norma, bensì alla riflessione sui suoi valori, sul valore della sostenibilità. L'iniziativa dei commercialisti su questi temi, in quanto dotata delle necessarie competenze tecnico-professionali quali consulenti dell'impresa, deve essere robusta e diffusa; deve essere sempre più informata, consapevole e volta alla “pubblica opinione”; deve essere, cioè, tale da spingere ciascuno (il legislatore *in primis*) ad assumersi responsabilità di scelte scientificamente inderogabili, anche quando politicamente scomode o incerte. Dobbiamo colmare gli spazi delle scelte, muovendoci al passo con i tempi, perché tale responsabilità sia compresa e concretizzata con più agilità, per non pregiudicare ulteriormente l'intero ecosistema e il futuro di chi verrà dopo di noi».

scopo: d'altronde, la *risk governance* – ormai ricompresa nella definizione del sistema di governo societario – si fonda sull'analisi e sulla mappatura dei rischi e sul mantenimento di adeguati livelli di mitigazione dei medesimi. L'esigenza di individuare strategie correlate ai rischi, immanenti nella definizione stessa di attività d'impresa, infatti, non muta al mutare dei medesimi⁵⁰. E, in continuità con tale ultima conclusione, rilevano considerazioni di *governance*: i controlli interni, ai fini di adeguatezza, infatti, devono fondarsi sulla piena cognizione dei rischi attuali e sull'istituzione di linee di intervento nel caso di verifica dei rischi prospettici. La sostenibilità, dunque, dovrebbe essere intesa quale elemento di ulteriore apprezzamento delle scelte organizzative e imprenditoriali⁵¹.

Di “snaturamento”, invece, sembrerebbe potersi parlare laddove si assiste all'introduzione di istanze⁵² che richiedono un'azione proattiva dei soggetti su questo operanti⁵³. Su tale piano, occorre infatti rilevare che sino alla *mutazione* avvenuta per via dell'influenza dei fattori ESG,

⁵⁰ In tali termini G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 327, ove riferimenti normativi, regolamentari e di *soft law*.

⁵¹ U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?*, in *Riv. soc.*, 2021, 13, secondo cui «la concretizzazione del principio generale di gestire l'impresa con diligenza impone probabilmente agli amministratori, in questo determinato momento storico, di perseguire un interesse lucrativo in modo sostenibile nel tempo ed in rapporto anche agli interessi esterni all'impresa (e quindi prendendo in considerazione gli interessi degli *stakeholders*, nella loro variegata composizione)».

⁵² Si veda, ad esempio, all'art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, primo periodo, t.u.f., secondo cui la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Oppure, si guardi alla lett. f) dell'art. 2.2 (*Linee applicative*) di cui alla sez. III, della Circ. 285, cit., ove si chiarisce che la definizione delle strategie aziendali non può prescindere dall'identificazione degli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ESG nei processi relativi alle decisioni aziendali.

⁵³ Si v. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 315 ss., ove si nota che il tema inerente ai rapporti (commerciali) tra istituti di credito e terze parti «è di massima importanza e (...) giunge a toccare questioni strettamente legate all'operatività, e dunque alla sopravvivenza, degli istituti di credito, quali sono ad esempio quelle relative alla sorte dei (i) prodotti collocati per conto proprio o di terzi sui mercati o (ii) degli investimenti direttamente effettuati (piano della finanza) e/o (iii) ai mutui concessi (piano dell'economia reale)».

non si registrava, nell'ordinamento interno, la presenza di molteplici indicazioni concernenti specifici oneri relativi al perseguimento di fini diversi dal profitto⁵⁴; e nemmeno, da altro angolo visuale, di severe imposizioni poste a tutela dell'assolvimento degli oneri medesimi⁵⁵. Il tutto, nell'ottica di un approccio "neutrale" al mercato.

Gli istituti finanziari, poi, sono soggetti a sollecitazioni esterne che influenzano considerevolmente le relative attività imprenditoriali. In tale contesto, infatti, già a partire da un'epoca precedente all'introduzione di una legislazione spiccatamente responsabilizzante degli operatori economici, le società di notevoli dimensioni si erano mosse nel senso di incidere sul *business* dei rispettivi soggetti contraenti, quali fornitori e clienti, tramite clausole negoziali di regolazione dei rapporti, e quindi attraverso strumenti di diritto privato che ben possono svolgere un ruolo di indirizzo verso comportamenti virtuosi. Così la sostenibilità acquista rilievo anche con riferimento alla forza negoziale dei soggetti vigilati in settori in cui le lacune normative sono spesso colmate dall'autonomia privata⁵⁶.

Quanto affermato, pertanto, consente di accennare a due differenti (e preliminari) spunti di riflessione: *in primis*, l'attività degli operatori di

⁵⁴ Alcune fattispecie, invero, sono state tipizzate dal legislatore. Spesso, tuttavia, quest'ultime sono state inserite in fonti normative che derogano alla disciplina generale, secondo un rapporto di genere a specie. Ne sono un esempio le società *benefit* e le imprese sociali. Il caso prospettato nella presente trattazione, invece, è differente, se non opposto: a voler assecondare le mire unionali (su cui v. *infra* al §5), infatti, il terreno si sposta da un modello speciale di legislazione ad uno generale e coinvolge tutte le società che rientrano nei criteri (quantitativi) dettati dalla normativa. Per tale prospettiva, v. S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss

⁵⁵ Specialmente nei settori vigilati, infatti, la normativa è tesa a garantire, oltre alle aspettative delle compagini sociali di veder remunerato il proprio investimento e la sana e prudente gestione sociale, elevati livelli di tutela dei singoli individui verso cui l'attività di intermediari, banche o assicurazioni è diretta.

⁵⁶ Sul punto si vedano M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, in AA.VV., *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, a cura di S. Landini, Napoli, 2023, 75 ss. Peraltro, il fenomeno conosce confini diversi rispetto a quelli delle singole giurisdizioni nazionali in quanto «i processi di globalizzazione hanno posto in crisi la statualità del diritto e la sovranità del legislatore nazionale, inadeguato a regolamentare processi economici che ne trascendono l'ambito territoriale, stimolando centri di produzione normativa diffusi, nell'estensione sia della "governance giudiziaria" sia della "governance contrattuale"». Così R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, agosto 2024, 18.

particolare rilevanza pubblica è diretta al rispetto di prescrizioni non soltanto legislative e regolamentari, ma anche di indirizzi di natura privatistica, sia nell'ambito degli *standard* di rendicontazione sostenibile (nel sistema unionale, gli ESRS di cui alla CSRD), sia nel campo obbligazionario, della consulenza e della gestione dei portafogli⁵⁷.

In secondo luogo, in un'ottica (para)istituzionale, si può rilevare come la funzione di banche, assicurazioni ed emittenti quotati sia ormai compatibile con i compiti di *gatekeeping*⁵⁸. Compiti che, tuttavia,

⁵⁷ Si pensi – nel mercato del debito – agli *standard* elaborati dall' International Capital Market Association (ICMA) concernenti le caratteristiche dei titoli “vincolati” a scopi sociali o ambientali. Il riferimento è dunque ai *Green bond principles* (GBP), ai *Sustainability Bond Guidelines* (SBG), *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP), in ordine all'emissione obbligazionaria connessa a fini ambientali, e ai *Social Bond Principles* (SBP), circa gli scopi sociali. Da un punto di vista legislativo, cfr. le modifiche – apportate dalla Direttiva del 27 novembre 2019, n. 2019/2034/UE – alla Direttiva del 26 giugno 2013, n. 2013/36/UE (CRD IV) in cui, come descritto nel *Piano di azione per la finanza sostenibile* pubblicato da Consob, «viene conferito mandato all'EBA di valutare la potenziale inclusione dei rischi ambientali, sociali e di governance nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti, nonché di elaborare una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività che sono sostanzialmente associate a obiettivi ESG per il processo di revisione e valutazione prudenziale». *Ivi*, sono inoltre specificate le modifiche, intervenute a seguito dell'emanazione del Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2033/UE, al Regolamento (UE) del 26 giugno 2013, n. 2013/575/UE (CRR), in cui è ora demandata all'EBA la redazione di standard tecnici per la *disclosure* dei rischi ESG. Nel campo assicurativo, la Commissione europea è intervenuta – con il Regolamento delegato (UE) del 21 aprile 2021, n. 2021/1257/UE – modificando il Regolamento delegato del 21 settembre 2017, n. 2017/2359/UE, che ora impone alle imprese, nell'ambito della consulenza su prodotti d'investimento assicurativi di tenere in considerazione gli obiettivi di investimento dei clienti, inclusa la relativa tolleranza al rischio e le «eventuali preferenze di sostenibilità» (art. 9, par. 2, lett. a). Le preferenze espresse dai clienti in materia di sostenibilità rilevano anche nell'ambito servizi di consulenza o di gestione del portafoglio, ai sensi dell'art. 54 della Direttiva (UE) del Regolamento delegato del 25 aprile 2016, n. 2017/565/UE, modificata, tra gli altri, dal Regolamento delegato del 21 aprile 2021, n. 2021/1254/UE.

⁵⁸ Si pensi inoltre al tema della concessione di mutui in cui le imprese bancarie, ai fini dell'integrazione della sostenibilità nelle procedure relative al rischio di credito, sempre più spesso inseriscono, quali condizioni per accedere al finanziamento, clausole che impongono ai mutuatari di conformarsi alle prescrizioni vigenti in tema di tutela dell'ambiente. Ciò, avviene sulla base sia delle pressanti richieste del mercato, sia degli indirizzi regolamentari e legislativi in materia. Con riferimento a

identificano – specialmente se collocati in una prospettiva impositiva⁵⁹ – limitazioni (talvolta, come accennato, anche “*autoimposte*”) alla già circoscritta discrezionalità⁶⁰ dell’attività economica nei settori sezionali.

tale ultimo aspetto, si vedano gli *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, del 29 maggio 2020, emessi dall’EBA, e la successiva nota di attuazione (n. 13 del 20 luglio 2021) di Banca d’Italia. Si vedano poi le *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit. Il tema naturalmente meriterebbe una più ampia trattazione. Sul punto cfr. M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, cit., 75 ss.

⁵⁹ Cfr. tuttavia, in una prospettiva di conciliazione tra il regime vigente all’interno dell’Unione europea e il fisiologico esercizio dell’attività imprenditoriale, i rilievi espressi da R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 1 ss.

⁶⁰ I settori speciali risentono di “*maglie*” più strette rispetto alle società di diritto comune in virtù, tra gli altri, dell’introduzione nell’ordinamento del concetto di «sana e prudente» gestione sociale, rinvenibile nei testi legislativi (e regolamentari) concernenti le finalità della vigilanza su banche (art. 5, t.u.b.), emittenti quotati (art. 5 t.u.f.) e assicurazioni (art. 3 c.a.p.). Cfr. M. DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell’economia*, cit., 57 ss.; F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.; A. ANTONUCCI, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, I, Torino, 2013, 39, che nella critica alla disposizione, ha osservato come il concetto di «sana e prudente gestione», sia stato in grado di lasciar «passa[re] [di] tutto», con ciò evidenziando che la mancata specificazione definitoria della locuzione abbia permesso di attuare un controllo prudenziale sempre più stringente da parte delle Autorità di vigilanza. Da ultimo, v. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e Mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua, Padova, 2022, 63 ss.; A. VALZER, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa e A. Mirone, Torino, 2024, 38 ss. Per le assicurazioni, sotto il vigore del Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008, G. DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. econ. ass.*, 2010, 309 ss. e più recentemente, S. BUTERA e F. MONTEMAGGIORI, *La “governance” delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Assicurazioni*, 2018, 41 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 239 ss.; S. DELL’ATTI e S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, Milano, 2019, 81 ss.; S. LANDINI, *Corporate governance e assicurazioni*, in *Giur.comm.*, I, 2023, 389 ss. e in AA.VV., *Governance e mercati. Studi in onore di*

4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei proxy advisors

Le considerazioni svolte sia con riguardo al ruolo delle agenzie di *rating* sia con riferimento all'ambito delle società vigilate attengono in misura particolare alla necessità di consentire che la scelta operata dai *market participants* concernente l'investimento – sostenibile, nel caso di specie – sia consapevole e informata⁶¹. Su tale terreno, come già anticipato, insistono prerogative e poteri di una moltitudine di soggetti, la cui attività afferisce a momenti qualitativamente diversi e temporalmente separati⁶².

Si è detto che le agenzie di *rating* forniscono una valutazione in merito a particolari aspetti di un soggetto imprenditoriale. Elemento che, dunque, viene preso in considerazione in momento antecedente alla decisione di investire.

Quanto ad una fase successiva, invece, le caratteristiche di sostenibilità possono essere osservate e analizzate anche sulla base di valutazioni poste dal *proxy advisor*⁶³ che, nella regolamentazione unionale, acquisisce caratteri tipici e circoscritti: si tratta, in particolare, di «una persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle

Paolo Montalenti, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2022, 1289.

⁶¹ La “presa d'atto” da parte delle Istituzioni europee è sul punto evidente. Si pensi, ad esempio, al Regolamento (UE) 2019/2088, cit., che, nell'ambito dell'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – al Considerando 11 – afferma: «negli ultimi anni si è registrato un notevole incremento della domanda di informazioni societarie sulla sostenibilità, soprattutto da parte della comunità degli investitori. Tale incremento è determinato dalla natura mutevole dei rischi a cui sono esposte le imprese e dalla crescente consapevolezza degli investitori riguardo alle implicazioni finanziarie di tali rischi».

⁶² Sulla differenza, v. M. MAUGERI, Proxy Advisors, *esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, 8 ss.

⁶³ I *proxy advisors* hanno avuto un florido sviluppo delle proprie attività negli Stati Uniti, ove sono frequenti le cc.dd. *proxy fights* e *contested elections*. Si v. sul punto R. PERNA, *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 537 ss.

decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto»⁶⁴.

La definizione coglie l'essenza dell'attività degli enti, denominati anche “*consulenti di voto*”⁶⁵, i cui tratti caratterizzanti si esplicano nell'analisi delle proposte di deliberazione assembleare e l'emissione di una successiva raccomandazione ai propri clienti (spesso, investitori istituzionali⁶⁶).

Il ruolo dei *proxy advisors* si dimostra senza dubbio efficace nella riduzione dei cc.dd. costi transattivi⁶⁷ connessi al voto assembleare, sostanziandosi nell'aggregazione di dati e notizie concernente i singoli emittenti⁶⁸. Invero, a fare da contraltare alla materiale raccolta di

⁶⁴ Così l'art. 2, par. 1, lett. g) della Direttiva dell'11 luglio 2007, n. 2007/36/CE (SRD), come successivamente modificata e integrata dalla Direttiva del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (SRD II). L'art. 124 *quater* t.u.f., introdotto in attuazione delle fonti unionali con il d.lgs. del 10 maggio 2019, n. 49, fornisce una definizione sostanzialmente sovrapponibile. Secondo la norma da ultima citata, il *proxy advisor* è un «soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione Europea nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto».

⁶⁵ G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017.

⁶⁶ Per considerazioni generali in ordine al rapporto tra investitori istituzionali, solitamente soci di minoranza, attivismo assembleare e consulenze di voto dei *proxy advisors* in Italia, si v. M. BELCREDI e L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, n. 225/2013, 2014. Si vedano anche S. CHOI, J. FISCH e M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law Journal*, 2010, 59, 869 ss., nonché S. ALVARO, M. MAUGERI e F. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderno giuridico Consob*, n. 19, 2019.

⁶⁷ Si pensi, poi, alla circostanza che spesso gli investitori istituzionali svolgono la propria attività di gestione delle partecipazioni in mercati esteri. Sul punto v. A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 124, rileva: «lo svolgimento di un'attività istruttoria e valutativa sul merito delle proposte assembleari diviene compito – non solo oneroso in termini di costi e di tempi, ma anche – complesso dal punto di vista tecnico».

⁶⁸ Rileva M. MAUGERI, *op. cit.*, 5, che il ruolo dei consulenti di voto è in realtà duplice. A fianco della già menzionata funzione di riduzione dei *transaction costs*, in quanto essi «fungono nel contempo da meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi ultimi in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di

informazioni, che si configura come elemento statico-quantitativo dell'attività, si accosta anche una fase valutativa, che ne rappresenta il momento dinamico-qualitativo. Motivo per cui questi soggetti del mercato hanno acquisito rilevanza in un contesto sempre più partecipato da investitori inclini a fare affidamento su tali servizi di consulenza⁶⁹.

Cionondimeno, posta la questione su un terreno generale, preme rimarcare che l'emergere sulla scena economica dei *proxy advisors* potrebbe dar vita ad una nuova dinamica di conflitto tra *principal* e *agent*⁷⁰. In particolare, l'attività di tali operatori è caratterizzata da opacità e, in alcuni casi, da segretezza dei meccanismi e dei sistemi di valutazione⁷¹. Ciò, allora, potrebbe consentire agli *advisors* di rendere ulteriori servizi alle società sulle decisioni delle quali incide il processo di valutazione⁷². Così, verrebbe a concretizzarsi un'ipotesi di conflitto

remunerazione, così canalizzando un flusso informativo verso gli emittenti e orientandone le determinazioni finali su quei temi».

⁶⁹ Peraltro, il regime in cui i consulenti di voto operano si caratterizza per essere oligopolista, se si considera che il mercato di tali servizi è appannaggio di soltanto alcuni soggetti. Già prima dell'introduzione della Direttiva (UE) del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (Direttiva *Shareholder Rights II* o SRD II), emergeva la necessità di regolare i servizi dei *proxy advisor* in virtù del loro ruolo di «arbitri» delle decisioni assembleari. Per tale prospettiva v. A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa*, 2015, 759 ss. Dopo l'introduzione della SRD II, v. L. PALOMBO, *The Shareholder Rights Directive II: Innovations and Critical Issues in the European Project of Corporate Governance in the Context of Sustainability and Long-Term Orientation*, in *Dir. econ. impr.*, 2021, 823 ss.

⁷⁰ In ordine al quale cfr., oltre a M. MAUGERI, *op. loc. ult. cit.*, anche A. MORINI, *op. cit.*, 769-770; T. LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, *ECGI - Finance Working Paper* n. 389, 2013. T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stanford Journal of Law Business & Finance*, 2009, 14, 385 ss.

⁷¹ Sul piano materiale, tuttavia, l'art. 124 *octies*, comma 1, t.u.f., dispone: «i consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga [*inter alia*] a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; (...) f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse».

⁷² A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 121 ss. Sugli interventi euro-unionali in termini di trasparenza, cfr. L. PALOMBO, *op. cit.*, 823 ss.

di interessi: da una parte, i *proxy advisors* sarebbero incaricati di fornire indicazioni di voto sulla base di valutazioni e rilevazioni (anche, a dire il vero, automatizzate); dall'altro, gli stessi potrebbero intessere relazioni commerciali, create dal conferimento di incarichi professionali da parte dell'alta dirigenza o del *board* degli emittenti stessi, con la conseguenza di minarne l'indipendenza di giudizio.

Quanto precede, nell'ambito di queste riflessioni, deve ricollegarsi al perimetro delle considerazioni sulla sostenibilità, ove più che ragioni imprenditoriali, sono elementi reputazionali e di immagine a svolgere un ruolo cruciale. Per effetto di tale conflitto, che peraltro corre il rischio di verifica in tutti gli ambiti in cui tali soggetti privati operano⁷³, verrebbe a delinearsi una situazione di carenza informativa e possibile sviamento delle scelte degli azionisti.

In altri termini, il “*fattore sostenibile*”, se non attentamente valutato e se collocato in una cornice “*miope*”, potrebbe compromettere il vantaggio che sempre più investitori (istituzionali) tentano di trarre dall'attività esercitata dai consulenti di voto.

Per altro verso, l'operazione degli emittenti di affidare la prestazione di servizi ulteriori alle società consulenti potrebbe comportare ricadute sistematiche in ordine alla realizzazione di obiettivi sostenibili, potendosi verificare un'ipotesi di eterogenesi dei fini. Assecondando tale prospettiva, l'impulso delle prospettive di mercato, che ha ingenerato nel tempo fiducia sulla creazione di valore per gli azionisti attraverso un processo di concretizzazione di politiche “verdi” e “sociali”, potrebbe diventare fonte di ulteriori criticità dei mercati, inerenti in modo specifico ai fenomeni variamente denominati di *washing*, specialmente nella loro declinazione *green*⁷⁴.

⁷³ Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, cit., 8 ss.

⁷⁴ Su cui v., tra gli altri, B. BALLAN e J.J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2024, 81, 545 ss.; D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 601 ss.; ivi G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il “greenwashing” alla prova del rischio di condotta*, 2022, I, 222 ss.; ivi, S. QUADRI, *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, 2022, I, 406; A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 513 ss.; ID., ivi, *The sound of*

5. Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence. Prime riflessioni

La *corporate governance* delle società risente, in particolar modo nelle grandi concentrazioni economiche, dell’“*ascendenza*” della normativa unionale. Quest’ultima influenza, infatti, il diritto societario e il diritto dei mercati⁷⁵. In tale ottica, anche l’Unione europea è divenuta, nell’ambito della sostenibilità, un campo di sperimentazione delle innovazioni concernenti la disciplina dei fattori ESG.

Gli interventi euro-comunitari si sono mossi sino ad oggi lungo due direttrici differenti: la responsabilizzazione degli attori coinvolti dalla normativa via via introdotta e la regolazione finanziaria degli investimenti (eco)sostenibili⁷⁶.

Entrambi gli ambiti, invero, si misurano con altrettanti problemi applicativi.

Di questi, il primo si sostanzia nella carenza di un *framework* di disciplina coerente con le istanze di mercato e le norme concernenti il governo societario adottate dai singoli Stati nazionali.

Il secondo, invece, si caratterizza quale limite all’azione legislativa: il contesto geopolitico attuale rende la normativa unionale quantomai “*instabile*”, in virtù dell’esigenza di prefigurare soluzioni alle necessità di finanziamento delle imprese e di perseguimento degli obiettivi stabiliti dalla Commissione europea nel Piano di azione 2018⁷⁷. Lo

(eco)silence. Greenhushing, *informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, 2024, 321 ss.; A. TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 353 ss.

⁷⁵ Su cui v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato dell’Unione europea*, IV, a cura di P. Montalenti, diretto da G. Ajani e G.A. Benacchio, Torino, 2022; N. DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge, 2021; S. GRUNDMANN, *European Company Law*, II ed., Cambridge, 2012. In ordine al diritto dei mercati finanziari, cfr. M. ORTINO, *Il diritto dell’economia finanziaria europea e l’approccio pluralista alla regolazione*, in *Riv. reg. merc.*, 2019, 135 ss.;

⁷⁶ Sulla *ratio* della disciplina v. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., *passim*.

⁷⁷ Si veda la Comunicazione COM (2018) 97 della Commissione europea in data 8 marzo 2018, in cui – al fine di realizzare gli obiettivi contenuti nella c.d. Agenda 2030 – venivano delineati i caratteri del *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*. Tra questi figuravano il miglioramento delle informazioni societarie, la creazione di un sistema unificato di classificazione degli investimenti sostenibili, l’integrazione della sostenibilità all’interno dei requisiti prudenziali di istituti bancari

scenario ora descritto, coinvolgente tensioni internazionali e conflitti potenzialmente globali, comporta l'emersione di continui bisogni cui le istituzioni unionali fanno fronte in assenza di sistematicità e organizzando l'azione ordinamentale secondo logiche transitorie⁷⁸.

È nella situazione di cui si è dato brevemente conto che la legislazione sostenibile si è inserita, caratterizzandosi, per quanto di interesse in quest'analisi, per l'intento (dichiarato⁷⁹) di incrementare i

e imprese di assicurazione. In argomento, cfr. M. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 12 ss.

⁷⁸ Si v. Regolamento delegato (UE) del 9 marzo 2022, 2022/1214/UE, di modifica al Regolamento delegato (UE) 2021/2139 per quanto riguarda le attività economiche nei settori del gas e del nucleare, nonché le successive modifiche apportate dal Regolamento delegato (UE) 2023/2485 della Commissione, del 27 giugno 2023, che fissa criteri di vaglio tecnico supplementari che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che talune attività economiche contribuiscono in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale

⁷⁹ Si vedano, ad esempio, il Considerando n. 9: «le catene globali del valore, e in particolare le catene del valore delle materie prime critiche, sono colpite dagli effetti negativi dei rischi di origine naturale o umana. È probabile che in futuro aumentino la frequenza e l'impatto degli *shock* che comportano rischi per le catene del valore critiche. Il settore privato potrebbe svolgere un ruolo importante nella promozione di una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, evitando nel contempo la creazione di squilibri nel mercato interno. Ciò sottolinea l'importanza di rafforzare la resilienza delle società a scenari avversi connessi alle loro catene del valore, tenendo conto delle esternalità nonché dei rischi sociali, ambientali e di *governance*»; il Considerando n. 16: «la presente direttiva mira ad assicurare che le società attive nel mercato interno contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, e, ove necessario, l'attribuzione di priorità, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto, la minimizzazione e la riparazione degli impatti negativi, siano essi effettivi o potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse nonché alle attività delle loro filiazioni e dei loro partner commerciali nelle catene di attività cui le società partecipano, e garantendo che le persone colpite dal mancato rispetto di tale obbligo abbiano accesso alla giustizia e ai mezzi di ricorso. La presente direttiva lascia impregiudicata la responsabilità degli Stati membri di rispettare e tutelare i diritti umani e l'ambiente ai sensi del diritto internazionale»; e il Considerando n. 19, primo periodo: «le società dovrebbero adottare le iniziative opportune per istituire e attuare, conformemente alla presente direttiva, misure relative al dovere di diligenza, per quanto riguarda le proprie attività, quelle delle loro filiazioni nonché quelle dei loro *partner* commerciali, diretti e indiretti, lungo l'intera catena di attività».

profili di *accountability* delle singole persone giuridiche e delle imprese capogruppo situate nei confini unionali⁸⁰.

L'introduzione della Direttiva (UE) del 13 giugno 2024, n. 2024/1760, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* o CSDDD) deve essere analizzata secondo lo schema di lettura cui si è fatto cenno.

La Direttiva rappresenta un “*cambio di passo*” nelle intenzioni euro-unionali. In un momento precedente, infatti, le politiche – afferenti in prevalenza alla lettera “E” dei fattori ESG – si erano, come anticipato, attestate nel senso di imporre obblighi di informativa in ordine ad aspetti sostenibili. L'impegno degli emittenti, se non altro, si era arrestato dunque ad una fase organizzativa, resasi necessaria dalle norme sulla *disclosure* delle informazioni non finanziarie⁸¹.

La normativa sulla *corporate sustainability due diligence*, unitamente alla già menzionata Direttiva CSRD, per un verso rafforza i doveri di disvelamento, e per l'altro introduce obblighi pienamente rientranti tra le decisioni gestorie.

È qui che si coglie il cambiamento legato alle iniziative attuate in seno all'Unione europea. In particolare, la CSDDD accresce, inasprendoli, i doveri inerenti alle politiche sostenibili in capo agli emittenti⁸². Invero, la normativa istituisce un collegamento funzionale

⁸⁰ Cfr., anteriormente all'entrata in vigore della CSDDD, B. SAAVEDRA SERVIDA, *Sostenibilità ambientale, autonomia privata e private regulation*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, cit., 209 ss., spec. 224-225.

⁸¹ Si v. M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023, 630 ss.; L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 124 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 145 ss.; F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *NLCC*, 2019, 458 ss.

⁸² Tuttavia, si veda l'art. 29, par. 1, della Direttiva CSDDD, a norma del quale «una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi *partner* commerciali nella sua catena di attività». Cfr. M. CORGATELLI, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Outstanding Issues*, 2024, 112, reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4887184. L'A. osserva «anzi, qualora il potenziale impatto [negativo] fosse stato identificato tramite la *due diligence*, sarebbe il *partner* ad essere inadempiente nei confronti della società obbligata, per mancato adempimento delle garanzie contrattuali relative al

tra l'attività delle società⁸³ e i loro «partner commerciali»⁸⁴ o le loro «filiazioni»⁸⁵. La diligenza di cui la Direttiva tratta è intesa dunque in senso ampio e coinvolge la funzione di supervisione che gli emittenti rientranti nell'ambito della relativa applicazione devono svolgere sulla loro «catena del valore»⁸⁶.

Occorre rammentare che la proposta di Direttiva stilata dalla Commissione aveva esplicitato ulteriori doveri in capo agli amministratori delle società, prevedendo forme di responsabilità per violazioni ambientali e sociali (artt. 25 e 26)⁸⁷. Elemento, quest'ultimo,

rispetto del codice di condotta della società ed eventualmente al piano d'azione preventivo, *ex art. 10, par. 2, lett. b)*».

⁸³ La Direttiva CSDDD, ad oggi e salvo quanto si dirà in ordine al c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025, si applica alle società che sono costituite in uno Stato membro e soddisfano una delle seguenti condizioni: (i) avere avuto, in media, più di mille dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 450.000.000 euro nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio; (ii) essere la società capogruppo di un gruppo che ha raggiunto tali limiti minimi nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio consolidato; (iii) aver concluso o essere la società capogruppo di un gruppo che ha concluso accordi di *franchising* o di licenza nell'Unione in cambio di diritti di licenza con società terze indipendenti, qualora tali accordi garantiscano un'identità comune, un concetto aziendale comune e l'applicazione di metodi aziendali uniformi, e qualora tali diritti di licenza ammontino a più di 22.500.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale, e a condizione di aver registrato o di essere la società capogruppo di un gruppo che ha registrato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 80.000.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale (art. 2, par. 1).

⁸⁴ Art. 3, par. 1, lett. f) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁵ Art. 3, par. 1, lett. e) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁶ Definibile, secondo quanto sancito al Considerando n. 25 della Direttiva CSDDD, anche «catena di approvvigionamento» o «catena delle attività».

⁸⁷ Si veda la Comunicazione *COM (2022) 71 final 2022/0051 (COD)* della Commissione europea in data 23 febbraio 2022. Sulla proposta di Direttiva cfr. G.D. MOSCO e R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022, 185 ss.; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 391 ss.; F. AGOSTINI e M. CORGATELLI, *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, in *European Company Law*, 2022, 92 ss.; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa*, 2022, 372 ss.;

che non ha trovato collocazione nel testo legislativo definitivo. Tuttavia, gli obblighi ricadenti sugli emittenti, specifici e riferiti ad ogni modo anche a violazioni commesse da soggetti terzi, purché rientranti nella già menzionata catena del valore, potrebbero comportare in ogni caso un aggravamento della posizione degli amministratori.

In altri termini, ciò che era stato cacciato dalla *porta*, potrebbe rientrare dalla *finestra*. Infatti, la normativa unionale prevede che gli Stati membri recepiscano all'interno dei singoli ordinamenti nazionali tanto gli obblighi di diligenza delle imprese, quanto le sanzioni conseguenti al loro mancato assolvimento.

In tale cornice, pertanto, i doveri relativi all'adeguatezza degli assetti interni all'impresa potrebbero essere in grado di attrarre nel perimetro della relativa competenza le condotte (e le omissioni) degli amministratori che non vigilassero adeguatamente sulle scelte gestorie di un ente terzo⁸⁸. L'ampliamento della sfera di responsabilità potrebbe così raggiungere un'estensione simile a quella originariamente prevista agli artt. 25 e 26 della proposta di Direttiva, e che si era tentato di circoscrivere durante l'*iter* di approvazione.

Quanto precede, se da un lato chiarisce la rilevanza di attori economici di grandi dimensioni⁸⁹, dall'altro appare in contrasto con la necessità di attribuire al *management* poteri sufficienti al fine di adempiere ai doveri imposti dall'ordinamento. Si riconosce, in sostanza, a questi ultimi un ruolo a tal punto importante da poter considerare tali attori *gatekeepers* di un sistema che mira al

M. STELLA RICHTER JR. e M.L. PASSADOR, *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, Bocconi Legal Studies Research Paper, 2022, al https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4293912#paper-citations-widget; A.M. PACCES, *Civil Liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: A Law & Economics Analysis*, ECGI Law Working Paper n. 691, 2023; C. MAK, *Corporate sustainability due diligence: More than ticking the boxes?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2022, 29, 3, 301 ss.; A. LAFARRE, *The Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Corporate Liability Design for Social Harms*, in *European Business Law Review*, 2023, 34, 2, 213 ss.

⁸⁸ Sul punto, A. VICARI, *Risikoaanalyse e Risikomanagement nella LkSG: spunti in tema di assetti adeguati nella "catena di fornitura"*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 757 ss.; P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 995 ss.;

⁸⁹ Circa l'attuale ambito di applicazione della Direttiva CSDDD, v. la nt. 83 *supra*.

raggiungimento di *standards* sociali e ambientali potenzialmente in grado di superare i confini dell'Unione europea⁹⁰.

Occorre pertanto evidenziare che l'estensione (surrettizia, per le ragioni sopraesposte) dei doveri di protezione ecosostenibile e sociale potrebbe accrescere le responsabilità gestorie degli amministratori, senza tuttavia prevedere garanzie di tutela dei medesimi⁹¹ e, in misura specifica, prerogative adeguate al loro adempimento.

Di fronte a tale ipotesi emergono dubbi in ordine alla qualificazione della posizione soggettiva del *management*, che pare sbilanciata verso una forma di responsabilità “*quasi*” oggettiva⁹². Soluzione, quest'ultima, che non sembra condivisibile, soprattutto se si considera

⁹⁰ Cfr. l'art. 2, par. 2 della Direttiva CSDDD e il Considerando n. 29, primo periodo, ove si specifica: «ai fini del pieno conseguimento degli obiettivi della presente direttiva circa gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi delle attività delle società, delle attività delle loro filiazioni e dei loro *partner* commerciali nelle catene di attività cui esse partecipano, è opportuno includere anche le società di paesi terzi che svolgono attività consistenti nell'UE».

⁹¹ Doveri che si estendono oltre il perimetro della ecosostenibilità sino a includere anche obblighi di tipo sociale. In particolare, la definizione “impatti negativi” – contenuta all'art. 3, par. 1, lett. b), c) e d) – comprende anche forme di «abuso» sui diritti umani, a condizione che — la società sia ragionevolmente in grado di prevedere il rischio di tale lesione, considerate le circostanze del caso specifico, compresi la natura e la portata delle attività commerciali della società e la sua catena di attività, le caratteristiche del settore economico e il contesto geografico e operativo.

⁹² Il richiamo è al nostro ordinamento interno ove, prima della riforma del diritto societario del 2003, l'art. 2392, comma 2, c.c. prevedeva, a carico degli amministratori privi di delega, un dovere di vigilanza sul «*generale andamento della gestione*», cui era legata la previsione della responsabilità solidale per omessa vigilanza. Con le modifiche apportate dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, sono stati meglio descritti e circostanziati i doveri – e conseguentemente i profili di responsabilità ad essi riferibili – in capo agli amministratori. La Relazione alla Riforma, al n. 4, chiarisce infatti: «la eliminazione dal precedente secondo comma dell'art. 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una *responsabilità sostanzialmente oggettiva*, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell'attuale prevalente giurisprudenza».

che i criteri finalizzati a riconoscere gli «impatti negativi»⁹³ – propri e della propria catena di approvvigionamento – non sono condivisi⁹⁴ a livello internazionale, in special modo a voler guardare agli ordinamenti del c.d. Sud globale in cui spesso i *partner* della catena del valore si trovano ad operare⁹⁵, rischiando di rendere per questo ancora più complesso il ruolo di *gatekeeping* che ricade (ormai normativamente) sugli emittenti al vertice della catena medesima.

Sul punto, peraltro, preme osservare che il processo di armonizzazione euro-unionale, di là dal potersi considerare concluso, si colloca in un quadro giuridico in costante evoluzione. Il riferimento, come già ricordato, va inserito nel contesto geopolitico attuale, in cui emerge la necessità per l'economia e la finanza europee di aderire alle indicazioni contenute nella *Bussola dell'UE per riconquistare competitività e garantire prosperità sostenibile*⁹⁶. Non deve stupire, dunque, che il c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025⁹⁷ prospetti, nell'ottica della

⁹³ Si v. la definizione di cui all'art. 3 della Direttiva CSDDD e la Parte I del relativo Allegato, ai nn. 15 e 16.

⁹⁴ Da un lato, sul punto interviene la Parte II dell'Allegato alla Direttiva CSDDD a meglio specificare i divieti e gli obblighi inclusi negli strumenti in materia ambientale. Dall'altro, tuttavia, si tiene conto, all'art 3, lett. b) «della legislazione nazionale connessa alle disposizioni degli strumenti ivi elencati».

⁹⁵ Si noti che la Direttiva CSDDD, cit., all'art. 3 disciplina una definizione di «impatto ambientale negativo» e di «impatto negativo sui diritti umani», rinviando talora a quanto sancito anche da convenzioni internazionali. Tuttavia, in primo luogo, è possibile che gli accordi non siano stati sottoscritti da tutti i Paesi cui le filiazioni o i *partner* delle società stabilite all'interno dell'Unione europea svolgono la propria attività imprenditoriale; in secondo luogo, l'interpretazione di tali convenzioni potrebbe non essere unanimemente condivisa tra le varie giurisdizioni. Per tali ragioni, la capacità precettiva della Direttiva fuori dai confini europei pare di debole entità e difficilmente verificabile *a priori*.

⁹⁶ Si v. la Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, COM (2025) - 30 final, reperibile al link: https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/bussola-dellue-riconquistare-competitivita-e-garantire-prosperita-sostenibile-2025-01-29_it, che aspira a concretizzare le raccomandazioni di cui al Rapporto Draghi, reperibile al link: https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059.

⁹⁷ Per quanto qui di interesse, v. le Comunicazioni della Commissione europea, COM (2025) n. 80 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0044, e n. 81 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0045, del 26 febbraio 2025, reperibili al link: https://commission.europa.eu/publications/omnibus-i_en?prefLang=it. Si noti che il

semplificazione⁹⁸, modifiche alla normativa sostenibile in campo euro-unionale. La proposta, infatti, punta, *inter alia*, a restringere sensibilmente l'ambito di applicazione delle norme e il perimetro del dovere di diligenza, che, in linea di principio, verrebbe circoscritto ai soli *partner* commerciali diretti⁹⁹; ad alleggerire gli oneri informativi in capo a questi ultimi; ad eliminare alcuni effetti caducatori obbligatori – attualmente inseriti agli artt. 10, par. 6 e 11, par. 7 della direttiva – dei contratti sottoscritti con i *partner* commerciali, al fine di evitare o attenuare i cc.dd. impatti negativi ambientali o sui diritti umani; a snellire la platea di soggetti coinvolti nelle consultazioni di cui all'art. 13; nonché a rimuovere il regime autonomo di responsabilità civile, al momento previsto all'art. 29 della CSDDD. A tal riguardo, occorre notare che la Direttiva (UE) del 14 aprile 2025, n. 2025/794¹⁰⁰ – secondo il meccanismo denominato *stop the clock*¹⁰¹ – ha posticipato di

Parlamento europeo, in data 3 aprile 2025, ha approvato la risoluzione legislativa sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (COM(2025) n. 80 final, cit., pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea in data 14 aprile 2025, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio europeo.

⁹⁸ La semplificazione, infatti, rientra tra i cc.dd. «attivatori trasversali» contenuti nella richiamata Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, cit., che – unitamente ai «pilastri» tesi a (i) colmare il divario di innovazione, (ii) conciliare decarbonizzazione ed esigenze produttive e (iii) ridurre le dipendenze eccessive e aumentare la sicurezza – dovrebbe concorrere a favorire la competitività del sistema UE.

⁹⁹ Così l'art. 4 della proposta di direttiva Proposta di direttiva 2025/0045 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 81 final, cit. Cfr. sul punto G. DE FALCO, *CSDDD: il processo di destrutturazione del pacchetto Omnibus*, in *dirittobancario.it*.

¹⁰⁰ La Direttiva 2025/794/UE, cit., è stata adottata sulla scorta della Proposta n. 2025/0044 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 80 final, cit.

¹⁰¹ Si v. il comunicato stampa intitolato “*Semplificazione: il Consiglio concorda la sua posizione sul meccanismo ‘stop the clock’ per rafforzare la competitività dell’UE e garantire certezza del diritto alle imprese*” pubblicato sul sito del Consiglio europeo, reperibile al seguente link: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/03/26/simplification-council-agrees-position-on-the-stop-the-clock-mechanism-to-enhance-eu-competitiveness/>.

un anno i tempi della trasposizione nelle singole legislazioni statali delle disposizioni contenute, tra le altre¹⁰², nella CSDDD, oggi dunque prevista per il 26 luglio 2027¹⁰³.

Tali innovazioni, motivate dalla necessità di consentire al sistema UE di concorrere “*ad armi pari*” con gli altri ordinamenti, si inseriscono in una prospettiva che tenta di raggiungere un bilanciamento tra la produttività, anche industriale, e il rispetto, nonché il proattivo sviluppo, di diritti umani e ambientali. Temi, questi ultimi, che tuttavia sembrano difficilmente conciliabili nell’attuale scenario globale, caratterizzato – pare – da (invero mutevoli) esigenze di breve periodo, anziché non da visioni orientate verso posizioni di medio-lungo termine.

¹⁰² La modifica, infatti, interviene anche sulla CSRD, precisamente prevedendo un differimento di due anni dell’entrata in vigore degli obblighi di rendicontazione contenuti alle lett. b) e c) di cui all’art. 5, par. 2.

¹⁰³ Si noti che l’art. 37, par. 1, CSDDD, novellato dall’art. 2 della Direttiva 2025/794/UE, cit., precisa oggi che tali disposizioni di recepimento interno si applicheranno a partire dal 26 luglio 2028 (i) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione dello Stato membro e che hanno avuto più di 3.000 dipendenti in media e generato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 900.000.000 EUR nell’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028 per il quale è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d’esercizio, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; e (ii) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto di oltre 900.000.000 EUR nell’Unione nell’esercizio antecedente all’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; (iii) nonché, a decorrere dal 26 luglio 2029, per quanto riguarda tutte le altre società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), e all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), nonché le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettera c), e all’articolo 2, par. 2, lettera c), ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari aventi inizio il 10 gennaio 2030 o successivamente a tale data.

6. Conclusioni

L'evoluzione delle politiche di sostenibilità, anche nella prospettiva tracciata dai fattori ESG, ha comportato un significativo coinvolgimento degli attori privati nel perseguimento di obiettivi ambientali e sociali, in virtù di un'impostazione regolatoria orientata a (ri-)unire il pubblico con il privato. In un'ottica di fisiologica armonizzazione delle rispettive finalità, la commistione di tali due sfere di interesse non sarebbe, per ciò sola, fonte delle criticità che si è tentato di delineare. A rilevare, tuttavia, sono considerazioni di metodo e di merito.

Partendo dal primo di tali aspetti, occorre rimarcare che con l'affidamento a soggetti privati di un ruolo di implementazione – tanto secondo una visione proattiva, quanto in una di verifica – di politiche *lato sensu* sostenibili, si corre il rischio di creare ulteriori tipi di conflitto tra i diversi attori economici, non tutti riconducibili in senso generale alla *agency theory*¹⁰⁴. Vi è, dunque, la necessità di rinvenire un “*punto di equilibrio*” tra istanze socialmente e ambientalmente conformi a parametri innovativi (e giustificati da esigenze di tutela ormai avvertite in larga misura) e funzioni di *gatekeeping*, intese quali attività di accertamento di condotte poste in essere da attori economici in favore di altri soggetti partecipanti al mercato.

Con riguardo al secondo elemento menzionato, incrementare – più o meno consapevolmente – in maniera considerevole le prerogative di agenzie di *rating*, *proxy advisors* o società vigilate potrebbe comprometterne la normale operatività, con possibili ricadute negative per clienti, soci o per il mercato, a seconda del caso.

Al contrario, l'introduzione di obblighi¹⁰⁵ concernenti il

¹⁰⁴ La produzione scientifica, specialmente statunitense, è ampissima. Si vedano gli studi che per primi hanno offerto un inquadramento del tema: E.F. FAMA e M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *The Journal of Law & Economics*, 1983, 26, 2, 301 ss.; M.C. JENSEN e W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 4, 305 ss.; nonché E.F. FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, 88, 288 ss.

¹⁰⁵ Obblighi in conseguenza dei quali, peraltro, si assiste ad una tendenza ad inserire clausole di sostenibilità o di rinvio a codici di condotta. Elemento, questo, che potrebbe in una certa misura “avvicinare” l'attività d'impresa esercitata dalle società agli *standard* che la Direttiva CSDDD, cit., si pone di perseguire. Sulla relazione tra

raggiungimento di obiettivi sostenibili, in assenza di adeguate garanzie di regolazione pubblica, potrebbe “*prestare il fianco*” ad abusi da parte di quegli stessi soggetti responsabilizzati dal compito di effettuare un’intensa opera di controllo su altre attività private a garanzia della meritevolezza delle transazioni.

Delineato nei termini di cui si è dato conto, il tema inerente all’integrazione di fattori sostenibili tra le attività (*rectius*: finalità) commerciali e finanziarie, anche per il tramite di alcune fonti *hard law*, riveste assoluta centralità nelle dinamiche (gius)economiche contemporanee. Centralità che si è tentato di vagliare con riguardo alle criticità che le istanze legislative e le sollecitazioni del mercato pongono con riferimento alle legittime aspettative del pubblico investitore, i cui fini andrebbero osservati alla luce tanto di categorie di ordine generale (ad esempio, delle prospettive *short-term* o *long-term*¹⁰⁶), quanto di sezionamento delle medesime, secondo un rapporto di genere a specie che, necessariamente, può rappresentare fonte di ulteriori difficoltà definitorie e operative.

private ordering e governo societario, cfr. R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 41, ove l’A., intravedendo un collegamento tra l’attuale regolamentazione privata delle istanze di sostenibilità e la legislazione euro-unionale afferma: «la CSDDD prende atto di questa realtà, intervenendo non in maniera dirigistica, ma facendo leva sui rapporti di impresa e sulle nuove funzioni del contratto nel mercato, cercando di porre i presupposti di un diritto regolatorio (*public enforcement*), di una nuova responsabilità civile dell’impresa (*private enforcement*) e di una governance *through contract law*, della quale disciplina fasi di bilanciamento delle diverse posizioni dei soggetti ad essa partecipanti, tramite dialogo, engagement, finanziamento lungo la catena di attività».

¹⁰⁶ Su cui v., *ex multis*, F. D’ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.; M. STELLA RICHTER, *Long termism*, cit., *passim*; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra “short-termism” e “stakeholder empowerment”*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Perseguire un diritto societario “sostenibile”: un obiettivo sincero?*, in AA.VV., *Governance e mercati*, cit., 182 ss.; M. BARZUZA e E.L. TALLEY, *Short-Termism and Long-Termism*, in *Virginia Law and Economics Research Paper n. 2*, 2016, nonché in *UC Berkeley Public Law Research Paper n. 2731814*, *Columbia Public Law Research Paper n. 14-503*, *Columbia Law and Economics Working Paper n. 526*. Il testo è reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2731814. Sull’evoluzione del significato da attribuirsi alla sostenibilità v., per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile*, cit., 1 ss.

La necessità di includere in una “visione d’insieme” concetti che possono talvolta apparire antitetici tra loro, pertanto, risulta essenziale al conseguimento di un duplice fine: da un lato, consentire agli operatori economici di favorire lo sviluppo sostenibile del mercato e dell’economia reale; dall’altro, evitare che nozioni giuridiche, quale il fine di lucrativo dell’attività imprenditoriale esercitata in forma societaria (art. 2247 c.c.), possano subire stravolgimenti semantici e financo strutturali, incidendo in misura particolare sulla fisiologica conduzione degli operatori economici e, dunque, sui mercati.

Problema e sistema nel diritto dell'economia

SOMMARIO: 1. Metodo e oggetto del diritto dell'economia. 2. L'esemplificazione del metodo proposto negli scritti di illustri giuristi del secolo scorso. 3. Un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi (attuali). 3.1. Le conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato. 3.2. La sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità.

1. Metodo e oggetto del diritto dell'economia.

Scrivendo Luigi Mengoni che «ogni scienza conquista il proprio metodo nella misura in cui si dedica completamente al suo oggetto cercando di dominarlo»¹.

Così scrivendo, il Maestro evidenziava immediatamente il nesso tra metodo e oggetto. Un discorso sul metodo nel diritto dell'economia non può dunque che iniziare dalla definizione del suo oggetto. Assolto questo compito, potrà dirigersi verso le tecniche attraverso cui questo oggetto può essere dominato.

Le difficoltà di definire l'oggetto del diritto dell'economia sono però note, sicché inevitabilmente il mio discorso sul metodo nel diritto dell'economia scontrerà la mia inevitabile precomprensione.

Per chiarezza e coerenza del discorso, partirò da una preliminare stipulazione linguistica - come tale non tacciabile né di verità né di falsità - proponendo, esclusivamente ai fini di questo scritto, di definire "diritto dell'economia" quella branca del diritto che, nell'economia capitalista, studia le istituzioni e le regole che governano e disciplinano i mercati nei quali si producono e si scambiano beni finanziari, non destinati cioè alla soddisfazione immediata di un bisogno del consumatore finale².

¹ L. MENGONI, *I problemi del metodo nella ricerca civilistica oggi in Italia*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1990, 7-24 e 263-70, che cito da ID., *Scritti, I, Metodo e teoria giuridica*, Milano, 2011, 189.

² In altre parole, pur condividendo l'idea che esiste una «pluralità di modelli giuridici che governano i mercati» e che oggetto in senso lato del diritto dell'economia sia lo studio delle regole e delle istituzioni che governano tale pluralità (così F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*,

Mi occuperò dunque del metodo di studio giuridico dei mercati finanziari in senso lato: cioè di quei mercati che rappresentano, per così dire, le infrastrutture di altri mercati, perché il loro “inceppamento” mette a rischio il funzionamento dell’intero sistema economico-capitalistico in un dato momento storico.

In ragione di ciò, tali mercati sono fortemente permeati da regole pubblicistiche che conformano l’organizzazione e disciplinano l’attività dei soggetti che istituzionalmente vi operano. Queste regole nascono dalla constatazione che, per assicurare stabilità ed efficienza ai mercati finanziari, non basta il diritto comune³.

Da qui due conseguenze: (i) il proliferare di una regolazione diffusa e capillare che incide sull’organizzazione e sull’attività contrattuale dei soggetti che in questi mercati (che appartengono alla più categoria dei mercati regolati) operano; (ii) il penetrante controllo esercitato dal potere pubblico sugli enti regolati: che, come si dirà, si esercita sia in fase di autorizzazione all’esercizio dell’attività, non libera ma riservata, sia in fase di esercizio effettivo dell’attività, costantemente vigilata dall’autorità indipendente.

Lo statuto normativo di tali enti regolati è ispirato, pur con alcune differenze da soggetto a soggetto⁴, a principi irriducibili sia al diritto comune societario, sia al diritto comune dei contratti. L’impressionante proliferazione di regole nazionali e soprattutto sovranazionali conseguente alla grande crisi del primo decennio di questo secolo,

in questa *Rivista*, I, 2022, 309; la citazione è a p. 310), il presente contributo affronterà solo il tema del metodo nello studio dei modelli giuridici che governano i mercati bancari, finanziari e assicurativi.

³ Si tratta di un’esigenza avvertita in tutti i paesi capitalistici avanzati: cfr. R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 769; più di recente, R. LENER – E. RULLI, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 447.

⁴ Che vanno sempre più riducendosi. Sull’attuale processo di convergenza regolamentare v. V. COLAERT – D. BUSCH – T. INCALZA (a cura di), *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019; J.-H. BINDER, *Corporate Governance of Financial Institution: In Need of Cross-Sectoral Regulation*, in *Governance of Financial Institutions*, D. Busch – G. Ferrarini – G. Van Solinge (diretto da), Oxford, 2019, 18 ss.; F. ANNUNZIATA, *MiFID II as a template. Towards a general charter for the protection of investors and consumers of financial products and services in EU financial law*, in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, R. D’Ambrosio – S. Montemaggi (a cura di), in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d’Italia*, Roma, 2020, 23 ss.

nonché il processo, da anni in atto, di convergenza disciplinare tra i vari settori del mercato finanziario, hanno fatto sì che tale statuto normativo, più che qualificarsi in termine di specialità⁵, assuma oggi caratteri di spiccata autonomia, con tutto ciò che il venir meno della specialità consente a livello di costruzioni interpretative nella misura in cui, attraverso accorte operazioni di analogia *legis* e *iuris*, consente di estendere regole dettate per uno solo comparto ad altri comparti del mercato finanziario o di delineare, in via di induzione generalizzante, principi generali applicabili a tutti i comparti dei mercati finanziari.

Sotto il profilo organizzativo sono tendenzialmente comuni a banche, società di investimento, assicurazioni e altri intermediari del mercato finanziario⁶ le regole che:

a) limitano l'autonomia privata nella scelta del modello organizzativo, che deve necessariamente assumere la forma della società per azioni (o al più, per le banche, della società cooperativa per azioni e, per le assicurazioni, delle mutue assicuratrici);

b) impongono requisiti patrimoniali e organizzativi speciali e ulteriori rispetto a quelli richiesti per la costituzione di una comune s.p.a.;

c) prevedono stringenti requisiti di professionalità e competenza degli esponenti aziendali⁷;

d) subordinano l'avvio dell'attività alla presentazione di un programma di attività (art. 14, c. 1, lett. c, TUB; art. 19, c. 1, lett. e, e art. 34, c. 1, lett. g, TUF; art. 14, c. 1, lett. d, CAP) e alla successiva autorizzazione dell'autorità di vigilanza, alla quale - come già osservato

⁵ Così, oltre vent'anni fa e in un diverso contesto, G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, V, Milano, 2001, 755.

⁶ Anche le regole sul sistema organizzativo e il governo societario dei gestori collettivi del risparmio sono infatti espressamente finalizzate ad assicurarne la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale: artt. 3, comma 1, e 33, comma 1, del Regolamento del 5 dicembre 2019 (1° agg. 23 dicembre 2022) della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF. Sul tema M. STELLA RICHTER JR., *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. soc.*, 2016, 110 ss.

⁷ Dettagliati in modo granulare per le società bancarie, di investimento e assicuratrici (cfr. d.m. 13 novembre 2020, n. 169; d.m. 2 maggio 2022, n. 88); indicati a livello di principi, da declinare poi statutariamente, per le società di gestione collettiva del risparmio: cfr. art. 13 del Regolamento Banca d'Italia del 5 dicembre 2019 cit.

- è pure affidato il continuativo controllo sullo svolgimento e l'esercizio dell'attività autorizzata;

e) attribuiscono all'autorità di vigilanza poteri di verifica e controllo sull'adeguatezza di fondi propri, liquidità, modello imprenditoriale, *governance* interna degli enti vigilati;

f) attribuiscono all'autorità di vigilanza incisivi poteri di intervento sulla vita sociale degli enti vigilati: da quelli sostanzialmente avocativi dei compiti propri degli organi sociali (ad es. convocazione del cda con indicazione dei punti all'ordine del giorno), alla rimozione degli esponenti aziendali, alla prescrizione di regole organizzative o di condotta (art. 53-bis TUB)⁸;

g) attribuiscono all'autorità di vigilanza poteri di intervento anche sulla commercializzazione, distribuzione e vendita di prodotti dell'impresa, che può essere limitata soltanto ad alcune predefinite categorie di clienti e vietata ad altre (*product intervention*).

Anche sotto il profilo contrattuale i soggetti del mercato finanziario sono destinatari di regole proprie e diverse rispetto a quelle destinate alle imprese che producono e distribuiscono beni non finanziari: e anche queste regole sono riconducibili, pur con alcune differenze derivanti dalla diversa tipologia di bene finanziario negoziato, a principi di fondo tendenzialmente comuni, riassumibili, ancor più che nella trasparenza delle condotte (che può dirsi ormai tipica di tutta la contrattazione di massa: cfr. art. 35 cod. cons.), nel particolare sforzo cooperativo richiesto all'intermediario nel rapporto con la clientela: cioè nel dovere di sondarne le effettive esigenze finanziarie, prima di proporli le più adeguate soluzioni contrattuali⁹.

È evidente, dunque, che le società che operano in questi mercati subiscono una fortissima compressione della propria libertà di iniziativa economica: ma si tratta di una compressione più che giustificata dai fini di utilità sociale indicati nell'art. 47 comma 1 Cost.

Quanto appena osservato pone in luce una caratteristica dell'oggetto del diritto dei mercati finanziari (e, probabilmente, del diritto dell'economia inteso in senso ancor più ampio, come comprensivo

⁸ Sul *removal* nelle società non bancarie v. F. GUERRERA, *La "rimozione" degli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 427 ss.

⁹ Per un approfondimento del tema sia consentito il rinvio a R. NATOLI, *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 87 ss.

dello studio di tutti i mercati regolamentati o comunque a vocazione regolamentare): alludo al costitutivo intreccio di profili pubblicistici e profili privatistici¹⁰. Tale intreccio - a mio avviso - inevitabilmente si riflette pure sul discorso metodologico, non tanto nel senso che il giurista dell'economia dovrebbe, più di altri, esser competente *in utroque iure*, ma nel senso che al giurista dell'economia è richiesto di leggere la materia oggetto del suo studio con sguardo necessariamente ampio: cioè intento a cogliere il problema economico sotteso alla materia oggetto del suo studio e, alla luce di ciò, ad elaborare risposte che con tale problema non confliggano, nella costante consapevolezza che, *senza comprensione del problema, non può esserci costruzione del sistema*.

2. *L'esemplificazione del metodo proposto negli scritti di illustri giuristi del secolo scorso.*

Esistono illustri esempi di giuristi dell'economia che, nelle loro opere, hanno dato corpo al metodo qui proposto.

La capacità di ricostruire sistematicamente il diritto dell'economia praticando il metodo qui descritto, rifuggendo cioè da un'ottica monocromatica incentrata soltanto sulla dimensione microeconomica delle questioni e abbracciando, invece, una dimensione macroeconomica che dia adeguato rilievo al contesto economico di riferimento, si rintraccia già in alcune considerazioni di Paolo Greco di quasi un secolo fa, le quali stupiscono davvero per la modernità dell'approccio. Ragionando sul contratto d'assicurazione, l'illustre autore osservava che *«un contratto che come atto isolato ha una particolare fisionomia, considerato come contratto di massa modifica e talora cambia i suoi connotati, onde avviene che se ne modifichi il regime giuridico. Un contratto di assicurazione isolatamente preso è senza dubbio un contratto aleatorio per entrambe le parti; mentre, considerato nella massa dei contratti di un'impresa di assicurazione,*

¹⁰ Si tratta, peraltro, di un intreccio storicamente risalente. M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in *Attraversare i confini del diritto. Giornata di studi dedicata a Sabino Cassese*, L. Torchia (a cura di), Bologna, 2016, 221, ricorda in proposito che, fino all'introduzione, col codice di commercio del 1882, del Collegio sindacale, il controllo sulla regolarità della gestione delle s.p.a. era esclusivamente ministeriale.

per questa non è più una operazione aleatoria, ma un'operazione capitalistica di normale guadagno»¹¹.

Su questa scia, nella seconda metà del secolo scorso vari maestri - penso soprattutto, ma ovviamente non solo, a Ferri, Libonati e Ferro Luzzi - offrono chiare esemplificazioni di questa capacità di *coniugare il sopra e il sotto*, ovvero il rilievo macroeconomico della stabilità delle imprese che operano in mercati “strumentali” e il rilievo microeconomico della loro attività contrattuale sul mercato.

Cito in proposito le esemplari parole di Paolo Ferro Luzzi, secondo il quale i singoli atti d'impresa *«quand'anche in sé e per sé siano fondamentalmente tradizionali, dall'inserzione nell'attività fatalmente risultano alterati nella fisionomia e disciplina che sarebbe loro propria ove considerati nel classico e normale stato di isolamento e separazione»¹².*

Giuseppe Ferri sr., già nel Manuale, dava corpo a questo ragionamento di vertice sia riguardo ai contratti bancari, sia riguardo al contratto di assicurazione¹³ e Libonati, nella sua aurea monografia del 1965, lo esemplificava magistralmente enfatizzando i nessi tra l'attività bancaria e la morfologia dei singoli contratti che, stipulati in massa, consentono alla banca di operare sul mercato e di adempiere alla sua funzione macroeconomica di intermediaria del credito¹⁴.

Questi esempi dimostrano che nel diritto dell'economia la ricostruzione della disciplina - cioè il sistema - è sempre funzionale alla soluzione di un problema (o, se si vuole, al raggiungimento di un certo risultato sociale), alla luce del quale mutano i caratteri fisionomici degli

¹¹ P. GRECO, *Aspetti e tendenze odierne del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 334 ss., sul punto 348 e s.

¹² P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969 (rist. 2001), 205.

¹³ G. FERRI SR., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1993, 904 e s.: «contratto bancario è quello che tecnicamente non è concepibile se non inserito in una serie di contratti dello stesso genere funzionalmente collegati, quale si realizza soltanto nell'impresa bancaria. [...] Principi riguardanti l'impresa bancaria, come ad es. quello della liquidità bancaria, che pure non riguardano il rapporto singolo ma la massa dei rapporti che fanno capo all'impresa, non rimangono estranei alla struttura del rapporto e indifferenti alla sua funzione, ma penetrano nello schema negoziale consentendo al rapporto di adempiere a una funzione non corrispondente alla sua struttura come è nel deposito bancario o di adempiere a funzioni nuove e non realizzabili al di fuori dei rapporti di massa».

¹⁴ B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, *passim*.

istituti che, atomisticamente riguardati, mostrano sembianze affatto diverse.

Il giurista dell'economia che studia i mercati finanziari, dunque, ha il compito di costruire il sistema in modo da assicurare il risultato sociale della stabilità e dell'efficienza dei mercati di cui si occupa: una costruzione funzionale a quell'esigenza che, non a caso, riecheggia oggi, a livello di vertice e sia pur con declinazioni e accenti diversi¹⁵, nei tre testi unici dell'intermediazione finanziaria: cfr. art. 5 TUB, art. 5 TUF, art. 3 CAP¹⁶.

Nello studio dei mercati finanziari lo studioso di diritto dell'economia dovrebbe perciò essere animato da tre complementari preoccupazioni: (i) organizzare il rapporto tra fattispecie e discipline in funzione della soluzione di questo problema; (ii) costruire dogmaticamente un sistema entro il quale le soluzioni interpretative proposte trovino giustificazione logica e coerente; (iii) produrre regole normative teleologicamente coerenti con i fini di vertice del sistema.

3. Un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi (attuali).

A questo punto, memore dell'insegnamento di Leibniz¹⁷ secondo cui un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi, proverò a concretizzare il senso del mio ragionamento.

Sotto quest'angolo prospettico, è lecito criticare, ad esempio, una recente decisione della Suprema Corte la quale - proprio evocando,

¹⁵ A differenza del TUB e del TUF, che equiordinano, ai rispettivi artt. 5, le varie finalità della vigilanza, il CAP, dopo la direttiva *Solvency II*, ordina gerarchicamente tali finalità subordinando la stabilità e l'efficienza del mercato assicurativo allo scopo principale della «adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alla prestazione assicurativa»: cfr. SCALISE - FICHERA, «Solvency II»: *impatto del nuovo regime sui profili pubblicistici della vigilanza assicurativa*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2017, 121 ss.; G. DE BERTI MARINIS, *L'impresa di assicurazione*, in AA. VV., *Manuale di diritto dell'economia*, Torino, 2024, 284 s.

¹⁶ Sui rapporti tra finalità della vigilanza nei tre comparti del mercato finanziario e statuto del contratto v. F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.

¹⁷ Ricordato sempre da L. MENGONI, *I problemi del metodo nella ricerca civilistica oggi in Italia*, cit., 183.

credo per la prima volta in una sentenza di legittimità, “*il c.d. diritto dell’economia*” - ha affermato che gli interessi generali che indubbiamente permeano tale branca del diritto non hanno “alcuna valenza civilistica” sulla base del generico (e, in quanto tale, inconsistente) rilievo che tutte le norme giuridiche sono poste a protezione di interessi generali¹⁸: sulla base di questo blando argomento, ha sbrigativamente negato che il conferimento dell’incarico di recupero dei crediti cartolarizzati ad un soggetto non iscritto nell’albo di cui all’art. 106 T.U.B. e i conseguenti atti di riscossione siano affetti da invalidità.

Tale recente e assai criticabile sentenza si iscrive però nel solco del più ampio problema della sorte dei contratti stipulati da società non autorizzate che esercitano attività riservate, rispetto al quale credo che il ragionamento metodologico qui proposto consenta di proporre una soluzione razionalmente argomentata e coerente con le linee di fondo del sistema del diritto dell’economia.

3.1. *Le conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato.*

Nei settori riservati (bancario, mobiliare, assicurativo, etc.) l’ordinamento commina agli esercenti non autorizzati sanzioni amministrative, comminate dai rispettivi testi unici di settore, nonché una generale sanzione penale (art. 348 c.p.). Di regola, però, le discipline settoriali non prevedono conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato e, di fronte a questa lacuna, l’atteggiamento degli interpreti varia.

Le osservazioni di metodo qui proposte probabilmente consentono di proporre una soluzione razionale, cioè coerente con la protezione della stabilità e dell’efficienza dei mercati in cui si negoziano beni finanziari, estendendo ai casi non disciplinati, per identità di *ratio*, la regola espressamente dettata dall’art. 167 cod. ass. priv. («*Nullità dei contratti conclusi con imprese non autorizzate*»), che (i) predica la nullità del contratto di assicurazione stipulato con un’impresa non

¹⁸ Cass. 18 marzo 2024, n. 7243, in *Società*, 2024, 983, con nota di M. DE POLI, *Nullità virtuale e diritto dell’economia: il caso del recupero dei crediti cartolarizzati*.

autorizzata o con un'impresa alla quale sia fatto divieto di assumere nuovi affari; (ii) legittima all'azione di nullità soltanto il contraente o l'assicurato; (iii) obbliga l'assicuratore non autorizzato alla restituzione dei premi pagati; (iv) dispone l'irripetibilità degli indennizzi e delle somme eventualmente corrisposte e la non debenza delle somme eventualmente ancora dovute.

Tale soluzione esibisce infatti il pregio di dissuadere, con straordinaria efficacia deterrente, le imprese non autorizzate dall'esercitare attività riservate e, al contempo, non danneggia l'interesse del cliente a godere comunque del bene della vita ricevuto.

3.2. *La sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità.*

L'approccio metodologico qui proposto consente forse di dare una soluzione razionalmente argomentata anche all'inveterato problema della sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità. E si tratta, anche in questo caso, di una soluzione diversa da quella offerta dalla giurisprudenza di legittimità¹⁹, la quale, pur giustamente preoccupandosi di non «*pregiudicare proprio l'interesse che la norma intendeva proteggere, che è quello alla stabilità patrimoniale della banca e al contenimento dei rischi nella concessione del credito*», ha tuttavia ritenuto che il mutuo eccedente il limite di finanziabilità non perda i privilegi fondiari.

La giurisprudenza di legittimità dimentica infatti che, storicamente, i mutui fondiari potevano essere erogati soltanto attingendo alla provvista raccolta con la sottoscrizione delle cartelle fondiarie e che i sottoscrittori di tali cartelle potevano essere remunerati soltanto attingendo alla provvista riveniente dalla restituzione dei mutui fondiari. I privilegi fondiari riflettevano dunque l'indissolubile legame tra le dette operazioni passive e attive ed erano perfettamente coerenti con il modo in cui era congegnata la complessiva operazione finanziaria: il fatto che l'ipoteca di primo grado dovesse insistere su immobili il cui valore fosse almeno del 20% superiore a quello del

¹⁹ Cass., Sez. Un., 16 novembre 2022, n. 33719, in *Contratti*, 2023, 143, con nota di F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*.

credito erogato rappresentava, dunque, un indispensabile presidio per recuperare il credito funzionale sia agli interessi della banca, sia (e anzi soprattutto) agli interessi risparmiatori, i quali - tramite quei privilegi - vedevano aumentare le *chances* di ottenere il ritorno pattuito sul loro investimento. In quel contesto, dunque, i privilegi fondiari erano certamente coessenziali alla tutela del risparmio e, in particolare, alla tutela di quella ben definita categoria di risparmiatori che aveva investito nelle cartelle fondiarie.

Nell'attuale contesto, radicalmente mutato, nessuna esigenza di sistema - cioè di tutela del risparmio e/o di una particolare categoria di risparmiatori - impone di "salvare" il fondiario che abbia ecceduto i limiti di finanziabilità, affermando che dalla violazione di tale limite prudenziale possano eventualmente scaturire sanzioni amministrative ma non anche conseguenze civilistiche. Una soluzione razionale e coerente - forse meno sospetta d'incostituzionalità - induce invece a ritenere che i privilegi fondiari trovino perdurante giustificazione solo se proteggono finanziamenti particolarmente stabili: cioè finanziamenti geneticamente rispettosi del principio di vertice della sana e prudente gestione.

Pertanto, là dove questo particolare indice di stabilità non sia integrato, il mutuo perde quell'elemento tipologico che consente di qualificarlo come "fondiario": resta un nudo mutuo, certamente non nullo, ma privo di ormai ingiustificati privilegi fondiari.

Il servizio di consulenza in materia di investimenti: prospettive di riforma e criticità nella Retail Investment Union*

SOMMARIO: 1. Capital Market Union Action Plan, Retail Investment Strategy e Savings and Investment Union. – 2. La proposta di direttiva c.d. omnibus nel contesto del Retail Investment Package. – 3. Le “proposte” di direttiva: della Commissione, del parlamento e del Consiglio UE. – 4. Proposte di modifica della disciplina degli *inducement*. – 5. Proposte di modifica della *product governance*. – 6. Proposte di modifica della disciplina della consulenza – 7. ... e della valutazione di adeguatezza. – 8. Proposta di introduzione di una consulenza indipendente semplificata. – 9. Gli obbiettivi della direttiva omnibus sono abbastanza chiari ma le scelte attuative si espongono a critiche. – 9.1. La scelta di avvicinare la consulenza “incentivata” a quella indipendente, mantenendo unico il *genus*, rischia di confondere la clientela *retail*. – 9.2. Dubbi sulla scelta di puntare, nella consulenza non indipendente, sulla varietà degli strumenti e non anche dei produttori. – 9.3. Attitudine confusoria della proposta introduzione di una consulenza non indipendente “compensativa” per giustificare gli incentivi. – 9.4. La dubbia efficacia della consulenza indipendente “semplificata”. – 9.5. La restrizione dello spazio di discrezionalità del consulente. Importanza dell'educazione finanziaria anche (forse soprattutto) nella scelta del consulente.

1. Capital Market Union Action Plan, Retail Investment Strategy e Savings and Investment Union

Il tema che nell’ambito di questo *panel* mi sono ritagliato riguarda la consulenza in materia di investimenti, la quale – è appena il caso di ricordarlo (legge Sim, decreto Eurosim e MiFID2) – è stata soggetta a trattamenti diversificati nel tempo, quanto al suo rango di servizio riservato, e oggi si preannuncia essere uno snodo importante nella complessa progettazione della Capital Markets Union.

Infatti, il 24 settembre del 2020 la Commissione europea ha perfezionato (rispetto all’iniziale *action plan* del 2015) il Capital Markets Union Action Plan¹, individuando 16 azioni (legislative e non)

* L’intervento riproduce, con l’aggiunta di brevi note, l’intervento al convegno “Il mercato unico dei capitali”, tenutosi a Venezia l’8 e 9 maggio 2025 e ne mantiene il tono colloquiale.

¹ Si tratta della Comunicazione della Commissione, al Parlamento europeo, al Consiglio al Comitato economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, dal titolo *Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di*

mirate verso tre “obiettivi principali”: (i) supportare un’economia sostenibile, digitale e resiliente rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le società dell’UE; (ii) rendere l’UE un luogo ancora più sicuro per il risparmio e l’investimento a lungo termine; (iii) integrare i singoli mercati nazionali in un unico e autentico mercato unico².

In quella stessa sede la Commissione aveva preannunciato (per la prima metà del 2022) la presentazione di una «strategia per gli investimenti al dettaglio», in cui veniva menzionata, tra l’altro, «una consulenza scevra da pregiudizi e un trattamento equo». In relazione allo specifico obbiettivo dell’*enforcement* della tutela degli investitori veniva formulata l’azione n. 8, rispetto alla quale la Commissione si riservava di «valut[are] le norme applicabili nel settore degli incentivi e dell’informativa» e prefigurava la modifica del «quadro giuridico affinché gli investitori al dettaglio ricevano una consulenza equa ed informazioni chiare e comparabili sui prodotti. [...]. Cercherà infine di migliorare il livello delle qualifiche professionali per i consulenti nell’UE e valutare la fattibilità dell’istituzione di un’etichetta applicabile in tutta l’UE per i consulenti finanziari»³. Da questi prodromi, scaturisce la *Retail Investment Strategy* (RIS), in attuazione della quale la Commissione europea il 24 maggio 2023 ha messo a punto il *Retail Investment Package*, vale a dire una proposta legislativa volta, appunto, ad accrescere la tutela riservata alla clientela al dettaglio, per dare corpo alla citata azione n. 8 del CMU *action plan*. La dichiarata finalità delle misure proposte è quella di costituire un quadro normativo idoneo a consentire alla clientela *retail* di beneficiare appieno delle opportunità di investimento disponibili, creando per questa via condizioni necessarie per aumentare la partecipazione dei clienti al dettaglio al mercato dei capitali.

Pertanto, a valle della presentazione del rapporto Draghi⁴, la Commissione il 19 marzo di quest’anno ha poi presentato la

azione, 24 settembre 2020, COM(2020) (d’ora, *Comunicazione CMU*) 590 *final*, in https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en.

² COMMISSIONE, *Comunicazione CMU*, cit., 8.

³ COMMISSIONE, *Comunicazione CMU*, cit., 14.

⁴ M. DRAGHI, *The Future of European Competitiveness*, 2025, in https://commission.europa.eu/topics/eucompetitiveness/draghi-report_en.

comunicazione sulla *Savings ad Investments Union* (SIU)⁵, la quale, in uno dei quattro filoni di intervento (quello relativo a «Cittadini e risparmio»), dopo aver rilevato che «Retail savers already play a central role in financing the EU economy via bank deposits, but they must be encouraged and incentivised to hold more of their savings in capital market instruments», afferma: «The Commission will facilitate agreement between Parliament and Council on the Retail Investment Strategy. However, the Commission will not hesitate to withdraw the proposal if the negotiations fail to meet the intended objectives of the Strategy»⁶. Dunque, almeno in parte vi è sovrapposizione tra i filoni di intervento della RIS e quelli individuati per la SIU, dato che si muovono nel medesimo contesto. Per inciso, si nota che nel proliferare di queste strategie (RIS e SIU) può intravedersi anche una certa dose di *marketing* istituzionale della presidente Ursula von der Leyen prima e dopo le elezioni europee del 2024.

2. La proposta di direttiva c.d. omnibus nel contesto del Retail Investment Package

Comunque sia, con riguardo all'intervento sul quadro giuridico per gli investimenti al dettaglio la Commissione, come detto, nel marzo del 2023 ha presentato un pacchetto di misure composto da una proposta di direttiva – cd. “direttiva *omnibus*” – strutturata per intervenire trasversalmente sulle vigenti direttive in materia di OICVM (c.d. UCITS), strumenti finanziari (MiFID2), accesso ed esercizio dell'attività assicurativa (Solvency II), distribuzione dei prodotti assicurativi (IDD) e Fondi di investimento alternativi (AIFMD)⁷,

⁵ Si tratta della Comunicazione della Commissione, al Parlamento europeo, al Consiglio al Comitato economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, dal titolo *Savings and Investments Union - A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness*, COM(2025) 124 *final*, d'ora Comunicazione SIU, in https://finance.ec.europa.eu/document/download/13085856-09c8-4040-918e-890a1ed7dbf2_en?filename=250319-communication-savings-investments-union_en.pdf.

⁶ COMMISSIONE, *Comunicazione SIU*, cit., pp. 5-6.

⁷ Si tratta della Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE 2009/138/CE 2011/61/UE 2014/65/UE e per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, COM(2023) 279 *final*. Per vero, è la stessa Commissione a definire “*omnibus*” questa direttiva in

affiancata alla proposta di regolamento che prevede modifiche al regolamento (UE) n. 1286/2014, relativo ai KID dei PRIIP's.

Qui è doverosa una premessa: con il nuovo Parlamento, come definito dalle elezioni europee del 2024, potrebbero modificarsi il perimetro, i contenuti e la tipologia di misure adottate dalla direttiva *omnibus* in fieri. Anzi, da quanto afferma la stessa Commissione, si trae che le considerazioni sulle concrete proposte di intervento, che sono al vaglio dei colegislatori dell'Unione (coinvolti nella procedura legislativa ordinaria), potrebbero essere ritirate in difetto di un accordo. Quindi le considerazioni che seguono potrebbero risultare scritte sulla sabbia in riva al mare. Tuttavia, dalle riforme che sono in cantiere possono trarsi alcune considerazioni che aspirano ad avere una qualche durata in ordine all'approccio strategico, in particolare, al tema della consulenza finanziaria e ad altri temi ad essa più o meno strettamente correlati (incentivi, *product governance* e obblighi degli intermediari).

Poi, nel frattempo, ci sono state anche le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e in questi primi mesi si è profilata una progressiva e non preventivata contrapposizione tra Unione europea e Stati Uniti, sicché la progettualità di un mercato dei capitali più ampio, che si ritiene passi (almeno anche) per un maggiore coinvolgimento della clientela *retail*, non può escludersi possa trovare sul piano politico una rinnovata spinta verso la sua realizzazione, magari nella prospettiva di un mercato dell'Unione europea che si proponga come alternativa nel ruolo di mercato guida nell'economia mondiale rispetto a quello tradizionalmente svolto dagli Stati Uniti, anche in funzione del posizionamento della Cina e, ancora magari, insieme al rafforzamento dell'euro, che potrebbe sostituire il dollaro come valuta di riferimento negli scambi internazionali, per rimanere su profili squisitamente economici. Il maldestro tentativo di pascolo abusivo si ferma qui.

3. Le “proposte” di direttiva: della Commissione, del Parlamento e del Consiglio UE

Tornando su terreni più consueti, può esaminarsi la proposta di direttiva *omnibus*, che in effetti non è una ma trina, nel senso che la già menzionata proposta formulata dalla Commissione non è stata

ragione della sua trasversalità (v. *Relazione*, p. 4).

approvata dal Parlamento europeo, che ha rinviato ogni decisione e preferito avviare negoziati interistituzionali con la Commissione e con il Consiglio, in modo da arrivare a un testo condiviso da sottoporre al voto⁸; vi è, però, una bozza recante modifiche rispetto alla proposta della Commissione e contenuta nel parere dell'ECON (*Committee on Economic and Monetary Affairs*) al Parlamento datato 2 aprile 2024⁹. La terza bozza è quella approvata dal Consiglio il 7 giugno 2024 con un testo per il quale è stato conferito il mandato per la negoziazione con il Parlamento¹⁰. Quest'ultimo è il testo che si prende in considerazione, anche perché è il più recente, salvo sporadici richiami alle formulazioni delle altre proposte onde non impostare una defatigante tabella di confronto a tripla colonna che sarebbe utile solo a urtare e/o annoiare l'uditorio. Tanto più che – la Commissione lo ha messo in conto – potrebbe non farsene nulla ove non si trovasse un accordo.

A questo punto è necessaria un'ulteriore premessa. Già a partire dal considerando n. 2 si dà atto che «The Commission's work also pointed to risks of bias in the investment advice process» e, significativamente, nel successivo considerando n. 3 si affronta il tema degli «*inducements*», riconoscendo che essi «play a significant role in the distribution of retail investment products in the Union», quindi anche per la consulenza ma, al tempo stesso, rilevando che «In light of the potential disruptive impact caused by the introduction of a full prohibition of inducements, it is appropriate to have a staged approach and first strengthen the requirements around the payment and receipt of inducements to address the potential conflicts of interest and ensure better protection of retail investors and, at a second stage, to review the effectiveness of the framework». D'altro canto, la percezione di

⁸ Così riferisce F. MOCCI, Retail Investment Strategy, *la strada è ancora lunga*, 15 Maggio 2024, in <https://www.dirittobancario.it/art/retail-investment-strategy-la-strada-e-ancora-lunga/>, precisando che il Parlamento si è avvalso della procedura prevista dall'art. 71 del proprio regolamento (c.d. procedura di “trilogo”).

⁹ Il testo della Proposta di Direttiva *Omnibus* approvato dal Parlamento il 22 aprile 2024 è consultabile al seguente *link* REPORT on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules | A9-0162/2024 | European Parliament (europa.eu): Vedilo in https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0162_EN.html

¹⁰ Il testo è stato approvato il 7 giugno 2024 (<https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf>).

incentivi costituisce già il principale tratto distintivo tra consulenza su base indipendente e quella su base non indipendente. Pertanto, sembra necessario dar conto di alcune delle novità introdotte sul punto dalla direttiva omnibus.

4. *Proposte di modifica della disciplina degli inducement*

Nella sua proposta, nel nuovo art. 24a (noi diremmo 24-*bis*), par. 2, della MiFID2, il Consiglio introduce, anzitutto, alcuni *overarching principles* sugli incentivi, tra cui quello neanche tanto nuovo: cfr. art. 24(9)(b) vigente, secondo cui «Inducements do not provide an incentive to the investment firm to offer or recommend a particular financial instrument or service over others to the client» (lett. a)¹¹. Non pago di ciò nel successivo par. 3 del nuovo art. 24a, con evidente ridondanza, il Consiglio ribadisce che «Where the investment firm is not prohibited from paying or accepting and retaining inducements, in relation to services provided to its clients, it shall ensure that the reception or payment of such inducements does not impair compliance with the investment firm's duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interest of its clients».

In proposito, non posso non rilevare il perdurante velo di ipocrisia adagiato su disposizioni del genere, per vero non molto diverse da quella vigente, considerato che in sostanza si continua a chiedere di provare che il pagamento degli incentivi non è idoneo ad incidere sulle scelte dell'intermediario che li ha ricevuti. Temo che rimanga senza risposta la domanda sul perché – se così fosse – un produttore, che è un'impresa, dovrebbe mai essere disposto a pagarli. Quest'ultima si spera forse possa essere indotta a ridurre gli importi corrisposti, ma mi pare si tratti di auspicio di scarso realismo. Resta quindi lo spazio per

¹¹ Gli altri tre principi enunciati dall'art. 24a(2) sono: «(b) The level of inducements paid or accepted and retained is proportional to the value of the financial instrument and the level of service provided to the relevant client; (c) Inducements paid to or accepted and retained by entities belonging to the same group are treated in the same way as inducements paid to or accepted and retained from other entities; (d) Inducements accepted and retained do not directly benefit the recipient firm, its shareholders or employees without tangible benefit to the client».

doverosi e generosi esercizi di sofistica per gli intermediari in modo da adempiere agli obblighi così configurati¹².

D'altro canto, il dubbio sull'esigibilità sostanziale della prova di indifferenza agli incentivi ricevuti mi pare confermato da quanto dispone il par. 5 dello stesso articolo della proposta del Consiglio a proposito della deroga (al divieto per la gestione di portafoglio e all'*inducement test* per gli altri servizi) concessa non solo a *benefit* non monetari inferiori a euro 100 all'anno ma anche a quelli che sono «of a scale and nature such that they could not be judged to impair compliance with the investment firm's duty to act in the best interest of the client, provided that they have been clearly disclosed to the client». Insomma – in mancanza di precisazioni su dimensione e natura di questi incentivi esentati – si avrebbe che, se fosse effettivamente possibile una prova di indifferenza agli incentivi, questi risulterebbero automaticamente esentati e dovendolo essere tutti, tutti gli incentivi dovrebbero risultare esentati!¹³ Il corto circuito evidenzia la fragilità della costruzione, che non giova alla definizione di una disciplina soddisfacente.

Altra novità della proposta, nella versione del Consiglio, contenuta nell'art. 24a(3) della MiFID2 novellata, predispone quello che nel considerando n. 6a viene definito *common inducements test*, in base a cui l'intermediario, tra l'altro, è tenuto a tener conto di «*qualitative criteria*» (lett. a), quali il rispetto della disciplina applicabile, il che risulta per vero un po' generico ma si spiega tenendo conto del focus molto accentuato della Commissione sul prezzo: i criteri qualitativi si riferiscono evidentemente anche ad altro che il prezzo. Tra le altre condizioni¹⁴, ben più rilevante – anche ai fini del presente discorso – è

¹² Solo per inciso, vien fatto di notare che questi principi sono espressamente diretti non solo alle imprese che ricevono ma anche a quelle che pagano incentivi, sicché non è del tutto chiaro se queste ultime siano chiamate ad argomentare su come il pagamento migliori il proprio servizio (essendo “strumento” di distribuzione) ovvero anche su come la percipiente sia immune da condizionamenti.

¹³ Invero, analoghe considerazioni scaturiscono dalla lettura dell'art. 24-*bis*, parr. 5 e 7, della proposta della Commissione.

¹⁴ Le restanti condizioni incluse nel nuovo *inducements test* sono quelle (conservando le lettere che le contraddistinguono nel nuovo art. 24a(3) MiFID2) per cui l'intermediario deve: (c) provare che la struttura di costo del prodotto tiene conto dell'*inducement* nell'ambito della *product governance*, (d) prevedere un meccanismo di reclamo da parte del cliente danneggiato, in conseguenza di violazione di norme da

quella di dover rispettare il criterio del *quality enhancement test* (lett. b) – in effetti già vigente con la MiFID2, e invece eliminato nelle proposte della Commissione e del Parlamento¹⁵. Ma nella proposta del Consiglio il riferimento a questo *test* viene arricchito dalla precisazione che l'incentivo incontra il criterio del miglioramento del servizio per il cliente «if it is justified by the provision of an on-going benefit to the relevant client in relation to an on-going inducement and» – ponendo quindi una condizione cumulativa – «it is justified by the provision of an additional or higher-level service to the relevant client, proportional to the level of inducements received». Ebbene, questi servizi addizionali o migliori vengono esemplificati: (i) nella prestazione di consulenza non indipendente riguardante un «*wide range*» di strumenti finanziari adeguati incluso un «*appropriate number*» di strumenti finanziari provenienti da terzi produttori che non hanno stretti rapporti con l'impresa oppure (ii) in una consulenza non indipendente combinata alternativamente con l'offerta al cliente, almeno su base annuale, di una valutazione nel continuo dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito o la consulenza sull'*asset allocation* ottimale suggerita per il cliente ovvero ancora – e l'equiparazione pare invero strana – ne «l'accesso, a un prezzo competitivo, a un'ampia gamma di strumenti finanziari che possano soddisfare le esigenze del cliente, compreso un numero adeguato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non abbiano stretti legami con l'impresa di investimento, unitamente alla fornitura di strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che aiutino il cliente interessato a prendere decisioni di investimento o che gli consentano di monitorare, modellare e aggiustare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito, o che forniscano relazioni

parte dell'intermediario, per ottenere l'*inducement*; (e) strutturare l'*inducement* in modo che non preveda una soglia variabile o condizionata qualsiasi altro tipo di acceleratore di valore che viene sbloccato dal raggiungimento di un obiettivo basato sul volume o sul valore delle vendite; (f) fondare l'*inducement* su un metodo di calcolo chiaro, trasparente e comprensibile; (g) consentire al cliente di identificare l'*inducement* separatamente da altri costi e commissioni.

¹⁵ Più approfondite considerazioni sulle innovazioni contenute nella proposta della Commissione in materia di incentivi v. M. ARRIGONI, *La disciplina degli incentivi nella prestazione dei servizi di investimento all'interno della strategia per gli investimenti al dettaglio promossa dalla Commissione europea*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 369.

periodiche sulla performance e sui costi e oneri associati agli strumenti finanziari».

Sembra piuttosto evidente che, stando alla proposta, gli intermediari devono offrire consulenza per giustificare – cioè, verrebbe da dire, per farsi perdonare – gli incentivi, come dire consulenza in cambio di incentivi, introducendo peraltro il riferimento ad una consulenza che dev'essere qualcosa di più o di meglio rispetto alla consulenza di base – su cui sarà inevitabile tornare più avanti – ma senza precisare anzitutto se questa possa essere ulteriormente remunerata. Si è comunque introdotta una singolare forma di consulenza che si potrebbe definire “compensativa”. E siccome, la consulenza sussiste anche quando è resa su iniziativa dell'intermediario, è facile pronosticare che questi difficilmente si farà mancare i presupposti per la legittimità degli incentivi percepiti. Così nel caso di cliente che, magari dietro indicazione di un suo consulente, chiede di acquistare uno strumento, per cui l'intermediario riceve incentivi, si darebbe luogo alla peculiare figura della raccomandazione contro la volontà del cliente.

Una notazione incidentale: è strano, come detto, che l'extra prestazione legittimante gli incentivi possa essere rappresentata anche dall'accesso a un'ampia gamma di strumenti finanziari, consentito al cliente, “a un prezzo competitivo”, come se fosse possibile il contrario, salvo ad essere comunque opportuna una precisazione in ordine a che cosa significhi un prezzo competitivo. Se invece si intendeva che il tratto distintivo della prestazione dell'intermediario dovesse essere l'ampiezza della gamma degli strumenti offerti, la formulazione avrebbe dovuto essere ben più chiara¹⁶.

Conclusivamente sul punto, la disciplina proposta si presenta piuttosto barocca e lo stesso Consiglio prefigura di ritornare a valutare la materia degli incentivi [art. 24a(8)]. Ora, se era intenzione di rendere più difficoltosa fino al segno di scoraggiare la pratica degli incentivi, mi parrebbe che si è scelto un percorso tortuoso i cui esiti non sono affatto certi.

¹⁶ Altra perplessità suscita anche la previsione, sempre in funzione compensativa degli incentivi, di strumenti a valore aggiunto per il monitoraggio dei costi, quando si tratta di profilo di interesse e adempimento dovuto nei confronti di tutti i clienti, fermo restando che non è chiarito che cosa siano gli strumenti di informazione oggettivi.

5. *Proposte di modifica della product governance*

Un altro profilo intimamente connesso con il tema della consulenza è quello delle novità introdotte nella proposta del Consiglio a proposito di *product governance*, che potrebbe ben definirsi come una consulenza “incorporata” nello strumento finanziario in fase di confezionamento. Nella prospettiva dei clienti al dettaglio, si ha riguardo sostanzialmente agli OICR e, tra questi, massimamente agli OICVM (patrimonio gestito a marzo 2025: euro 2.493.419 milioni), posto che simili clienti difficilmente si trovano a negoziare prodotti strutturati, magari negoziati per conto proprio dall’intermediario. Il dato di partenza può essere considerato la rilevazione da parte dell’ESMA, ma lo stesso ha fatto l’EIOPA, del livello dei costi addebitati agli strumenti al dettaglio – ove ragguagliati a quelli addebitati agli investitori istituzionali – che finisce con l’avere un impatto rilevante sui rendimenti netti dell’investimento¹⁷. Quindi il Consiglio – seguendo una strada già imboccata dalla Commissione, che però aveva puntato la sua attenzione principalmente sul profilo dei costi e del conseguente *pricing process*¹⁸ – propone un registro normativo fondato sul criterio del *value for money* (rapporto qualità prezzo), in cui le caratteristiche, e gli eventuali scarti rispetto alla media, di uno strumento finanziario rientrante nella categoria dei PRIIP [ex art. 4(1), reg. (UE) n. 1286/2014] quindi prodotto dall’intermediario, come le “parti” di OICR, dev’essere sottoposto al «value-for-money assessment process». Tale processo prende in considerazione non solo «a clear identification and quantification of all costs and charges and the performance related to the financial instrument» ma anche «a clear identification of their other benefits and an assessment of whether the financial instrument offers value for money», il che implica che debba essere valutato «whether those costs and charges are justified and proportionate, having regard to the performance, the other benefits and the characteristics, objectives and, if relevant, strategy of the financial instrument» [art. 16a(1)(2)(e)].

¹⁷ ESMA, *Performance and Costs of EU Retail Investment Products*, ESMA Annual Statistical Report, 5 aprile 2022, ESMA 50-165-1677, 11 ss. per gli UCITS, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1677_asr_performance_and_costs_of_eu_retail_investment_products.pdf.

¹⁸ Vedi art. 16-bis inserito nella MiFID2.

Sull'evidente presupposto che le valutazioni sull'entità dei costi potrebbero risultare arbitrarie se non si confrontano con dati e parametri oggettivi, il Consiglio ha dettagliato la complessa scansione di questo *assessment* nel nuovo art. 16a che la proposta vorrebbe inserire nella MiFID2. Ivi si prevede che, ai fini di una «market comparison», l'intermediario debba identificare «similar financial instruments in the Union», in particolare «costs and charges and the performance of a peer group consisting of other financial instruments with similar characteristics», dove i criteri per formare questo gruppo di pari, oltre ai costi, sono il tipo di prodotto, il livello di rischio, le strategie, gli obiettivi, il periodo di detenzione e le caratteristiche di sostenibilità [art. 16a(1)(3)]. Questo gruppo di pari, come detto, viene identificato dall'intermediario utilizzando dati raccolti e resi disponibili dall'ESMA [che perciò potrebbe applicare una commissione: art. 16a(2)(9a)(3)].

È però prevista la possibilità che uno Stato membro possa consentire all'impresa di investimento di effettuare la comparazione utilizzando non il gruppo tra pari ma il *benchmark* sviluppato dall'ESMA, se «*appropriate and feasible*», che peraltro è pensato (perlomeno prioritariamente) come uno strumento a disposizione delle autorità di vigilanza [art. 16a(2)(6) e 16a(9)]¹⁹.

Nella proposta del Consiglio il rimedio da adottare qualora uno strumento presenti delle deviazioni dal confronto col gruppo di “pari” («significant distance from the average of the peer group to the detriment of the client»), cioè di strumenti analoghi, è che «the value for money shall be substantiated through additional testing and further assessments» e, quando necessario «the manufacturer shall take appropriate actions to ensure value for money» [art. 16a(1)(6), MiFID2 modificata]²⁰.

¹⁹ In effetti nella formulazione della “sua” proposta di direttiva *omnibus*, il Consiglio ha in qualche modo composto in un unitario tessuto normativo, peraltro piuttosto complesso, le proposte di Commissione e Parlamento in quanto per l'identificazione del “gruppo di pari”, il Parlamento aveva previsto che dovesse procedere ciascuna impresa di investimento – come previsto dal Parlamento europeo – mentre la Commissione aveva proposto il benchmark definito dall'ESMA.

²⁰ Più drastica sul punto era stata la proposta della Commissione, la quale aveva previsto che il *manufacturer* non potesse approvare uno strumento caratterizzato da una significativa distanza dalla media, determinando un vero e proprio blocco dello stesso, qualora non fosse stata dimostrata la giustificazione e la proporzionalità dei costi rispetto al valore [art. 16a(1), co. 3, e (4), co. 4, MiFID2 nella proposta di

Viene dunque predisposta una disciplina complessa, persino barocca, che vuole indurre in ultima analisi i produttori a non produrre strumenti finanziari inefficienti e costosi, senza lasciare al mercato e quindi anche ai consulenti indipendenti di stabilire quali siano strumenti finanziari convenienti e quali no. Risulta evidente la complicazione (ogni intermediario lo costruisce in base a dati oggettivi, l'ESMA glieli fornisce, poi il *test*, se c'è deviazione segue *test* aggiuntivo e ulteriori azioni): se si voleva la semplificazione non è questa la strada. Ma un simile disegno disciplinare, imponendo tutto questo processo (per ciascun strumento), genera costi: e chi se non la clientela li dovrà sopportare? Verrebbe da osservare che, forse, alcuni costi ad oggi già applicati lungo la via così tracciata finiranno col trovare una giustificazione.

In proposito va evidenziata l'accurata lettera che, a firma congiunta, ESMA ed EIOPA il 13 novembre 2024 hanno indirizzato alle commissarie Albuquerque e McGuinness, per la Commissione, alla presidentessa della commissione Affari economici e monetari del Parlamento Lalucq e al presidente dell'ECON Varga, per rappresentare le proprie perplessità sulle modifiche al testo della proposta iniziale della Commissione da parte del Parlamento e del Consiglio²¹. In particolare, le due ESAs hanno inteso segnalare i rischi di indebolimento dell'effettività delle misure previste nella proposta iniziale della Commissione in conseguenza delle proposte dei colegislatori che culmina nella limitazione (nella proposta del Parlamento) o l'eliminazione (nella proposta del Consiglio) di poteri di *product intervention* delle autorità di vigilanza rispetto agli strumenti che presentano un rapporto qualità-prezzo fuori media²².

modifica della Commissione]. Il Parlamento ha invece eliminato il blocco, sostituendolo con *test* aggiuntivi, con approccio condiviso dal Consiglio, il quale però ha introdotto, come si è visto, anche la previsione di *appropriate actions*.

²¹ La lettera, avente ad oggetto «*Retail Investment Strategy*» si legge sul sito dell'ESMA (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-11/ESMA24-450544452-2484_ESMA-EIOPA_letter_on_RIS.pdf).

²² Vedi lettera cit. a nota prec., p. 3. Le altre modifiche della proposta iniziale della Commissione su cui le due ESAs invitano a riflettere sono quelle relative all'introduzione di *benchmark* nazionali, alla definizione dei gruppi di pari da parte delle imprese di investimento – e, o con l'aiuto, di ESMA ed EIOPA (in quanto si avrebbe una duplicazione di adempimenti e di costi, in capo a supervisori, produttori e distributori, e con ulteriore rischio di valutazioni divergenti) – nonché, come riferito

Ma c'è di più, cioè il rischio di creare un allineamento dei costi (come dire, al paradosso, un gigantesco cartello imposto dalla legge e supportato dall'ESMA, che fornisce la materia prima della concertazione, cioè lo scambio di informazioni sui prezzi, anche sotto forma di *benchmark*, basti pensare alla presunzione Anic coniata dalla Corte di giustizia per il diritto antitrust²³). In altri termini si profila un rischio non remoto che si verifichi un tendenziale livellamento dell'offerta, a tutto detrimento della concorrenza, in conseguenza della creazione dei gruppi di pari, potenzialmente ristretti, prima che il livellamento si sia realizzato, e molto ampi dopo che il paventato effetto collusivo indotto si sia realizzato²⁴. Ma il discorso deve fermarsi qui, perché porterebbe lontano e il sottoscritto fuori tempo.

6. *Proposte di modifica della disciplina della consulenza ...*

Arrivando al fine alla disciplina specifica riguardante direttamente la consulenza, la proposta del Consiglio interviene a proposito dei doveri di comportamento dell'intermediario, che presta consulenza, attuativi del generale obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti. Viene, quindi, introdotta una disposizione specificamente indirizzata a chi presta il servizio di consulenza alla clientela al dettaglio – tutta, quindi, indipendente e non – secondo cui la consulenza dev'essere prestata in base ad una valutazione «of an appropriate range of financial instruments identified as suitable for the client [...] from one or more manufacturers» con la precisazione che questa gamma di strumenti deve essere «sufficiently diversified with regard to their type, characteristics and underlying investment assets to ensure that the

nel testo, alla modifica della natura stessa dei *benchmark*, i quali risponderebbero a sole finalità di monitoraggio senza mettere capo a poteri di intervento delle autorità; infine perplessità sono avanzate in ordine alla proposta di non dare pubblico accesso al data base delle ESAs per la definizione dei *peer group*, in quanto non sarebbe un uso efficiente delle loro risorse e non fornirebbe ai consumatori dati per le loro decisioni consapevoli.

²³ Vedi C. Giust. CE, C-49/92 P, *Commissione c/ Anic*, punto 121.

²⁴ Invero al riguardo tanto il Parlamento (considerando n. 13aa) quanto il Consiglio (considerando n. 13°) nelle rispettive premesse anteposte alle proposte minimizzano la portata del rischio che i *benchmark* possano comportare una regolamentazione dei prezzi ma l'argomentazione si presenta piuttosto come una petizione di principio.

client's investment objectives can be met» [art. 24(1a)(a) MiFID2 nella proposta del Consiglio]²⁵.

Da questa disposizione si trae, anzitutto, che un'appropriata gamma di strumenti finanziari può anche ridursi a quella di un unico produttore. Vago, forse inevitabilmente, è il dimensionamento della gamma di strumenti finanziari, laddove un «appropriate range» sembra venir esemplificato come «*sufficiently diversified*» (salvo che l'intermediario non percepisca incentivi, nel qual caso viene richiesto un «*wide range*» di strumenti con un sottoinsieme rappresentato da un «*appropriate number*» di strumenti di *manufacturer* terzi). Può allora osservarsi che l'utilizzo della *variatio* linguistica sembra non giovare alla chiarezza ed anche alla eventuale successiva precisazione ad opera della normativa delegata. Peraltro, dopo che si è ammesso che gli strumenti finanziari posso provenire anche da un unico produttore, il profilo dell'ampiezza della gamma di strumenti presi in considerazione risulta piuttosto depotenziato.

Ma per la prestazione della consulenza ai clienti al dettaglio è fissato un ulteriore rilevante vincolo: l'intermediario «*comply with the following requirements: [...] to recommend the most cost-efficient financial instruments among financial instruments identified as suitable to the client pursuant to Article 25(2) and offering similar features*» (art. 24a(1a)(b), MiFID2 nella proposta del Consiglio) e questa efficienza degli strumenti finanziari in termini di costi deve essere realizzata prendendo in considerazione non solo i costi e gli oneri associati, ma anche altri fattori rilevanti per il cliente, come la *performance* e il rendimento atteso.

²⁵ La proposta del Consiglio conferma quella del Parlamento europeo che aveva eliminato dall'art. 24 della MiFID2 modificata un ulteriore requisito richiesto nella proposta della Commissione, vale a dire l'obbligo dell'intermediario di raccomandare uno o più prodotti privi di caratteristiche supplementari che non sono funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che comportano costi aggiuntivi [art. 24(1a) MiFID2 nella proposta della Commissione]. Peraltro, la previsione di questo ulteriore obbligo non è stata abbandonata (come invece nella proposta del Parlamento), nel senso che è stata trasferita nel contesto delle modifiche alla disciplina della valutazione di adeguatezza, con la previsione che non è adeguato uno strumento con caratteristiche supplementari ma non coerenti con gli obiettivi di investimento del cliente e che forieri di costi aggiuntivi [art. 25(2), co. 2, MiFID2 nella proposta del Consiglio], su cui *infra* par. 6.

Si noti l'utilizzo del superlativo relativo «*the most*», che, inteso letteralmente, significa che uno solo tra gli strumenti considerati da chi presta consulenza può essere raccomandato al cliente in quanto il più efficiente dal punto di vista dei costi, mentre la raccomandazione di tutti gli altri darebbe luogo ad una violazione dell'obbligo in esame. Peraltro, solo nel caso, quasi di scuola, in cui vi siano due strumenti finanziari con identiche caratteristiche salvo che per i costi, il giudizio comparativo potrebbe dare un risultato univoco. Risulta comunque avviato un meccanismo di tendenziale standardizzazione del processo di valutazione del consulente, che gli impone divieti (uno visto poc'anzi più quello esaminato nel par. seguente) e di *step* e di correlata necessaria motivazione, il che non manca di appesantire ulteriormente i processi organizzativi e operativi degli intermediari. Non è peregrina la considerazione che nell'impostare questa proposta si sia tenuto presente il fenomeno del *robo-advising* più o meno o per nulla assistito dall'essere umano. Ma anche coinvolgendo la macchina la pulsione scientifica che vorrebbe misurazioni invece che giudizi di valore (che possono anche essere statisticamente impostati), rischia di rimanere largamente insoddisfatta.

7. ... e della valutazione di adeguatezza

La direttiva *omnibus* interviene anche sul perimetro e sui contenuti della valutazione di adeguatezza, che – è appena il caso di ricordarlo – risponde ad obblighi di condotta dell'intermediario che presta il servizio di consulenza, oltre che di gestione di portafogli.

Ebbene, quanto al perimetro, nella proposta del Consiglio sulla modifica dell'art. 25(2)(1) – ma era già previsto nella proposta della Commissione²⁶ – il consulente (così come il gestore di portafogli) deve estendere la sua considerazione alla «client's financial situation, including, to the extent possible, the composition of any existing portfolios» in modo tale che la valutazione di adeguatezza sia calibrata

²⁶ Vedi la proposta della Commissione sulla modifica dell'art. 25(2)(1), dove però si faceva riferimento alla capacità di sostenere «perdite totali o parziali», mentre questa alternativa non compare nella formulazione del Consiglio, per una scelta del tutto comprensibile: se un cliente ritiene di non poter sopportare neppure perdite parziali evidentemente non è attrezzato per investimenti finanziari, probabilmente perché non adeguatamente “educato”.

– non solo su «risk tolerance, ability to bear losses» – ma anche «to the extent applicable, need for portfolio diversification». Che questa esplicitazione circa la rilevanza della diversificazione dei portafogli ponga opportunamente rimedio ad una lacuna non è difficile da dimostrare. Quanto al riferimento al limite del possibile, questo si spiega con quanto prescritto immediatamente dopo, nello stesso comma, e cioè che, se il cliente non desidera fornire informazioni sui propri portafogli detenuti da intermediari terzi, l'impresa di investimento verificherà la diversificazione di portafoglio sulla base delle informazioni in suo possesso²⁷.

Anche il contenuto della valutazione di adeguatezza è oggetto di revisione: nella proposta del Consiglio, infatti, l'art. 25(2) è arricchito di un comma 3 nel quale è laconicamente prescritto che non è possibile raccomandare un prodotto che abbia caratteristiche supplementari non funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che comportano costi aggiuntivi («investment firms cannot consider a product to be suitable where it contains features which are not necessary to the achievement of the client's investment objectives and that give rise to extra costs»). La previsione non manca di rigidezza. Ad esempio: *quid iuris* sull'adeguatezza di uno strumento finanziario ESG consigliato dall'intermediario quando il cliente non abbia espresso preferenze rispetto a profili di sostenibilità dell'investimento? Più in generale, divieti così netti sembrano non attagliarsi alla verifica di presupposti legati in rapporti di necessità con gli obbiettivi del cliente, che difficilmente, per solito, si lasciano ridurre ad un punto di un bersaglio.

In questo contesto, la disposizione citata si correla con un'altra, pure inserita dal Consiglio nella nuova formulazione dell'art 25, vale a dire il par. 1, 3° comma, nel quale viene prescritto che l'intermediario debba avvertire il cliente o potenziale cliente, da un lato, che informazioni non accurate determinano un impatto negativo sulla valutazione di adeguatezza e, dall'altro, che l'assenza delle informazioni necessarie, o anche la loro incompletezza, non consente all'impresa di valutare se gli strumenti finanziari sono adeguati (o appropriati, per i servizi a minor

²⁷ Si tratta di precisazione non presente nella proposta della Commissione ma introdotta nella Proposta del Parlamento e condivisa dal Consiglio (vedi il considerando n. 34 della proposta di quest'ultima).

valore aggiunto).

Comunque, queste disposizioni mettono in risalto la centralità della fase di acquisizione delle informazioni sulla situazione del cliente, in quanto idonea a riverberarsi in modo significativo sulla qualità delle valutazioni dell'intermediario e in ultima analisi sulla qualità del suo servizio.

Sarebbe stato desiderabile insistere maggiormente sul punto, tanto più se si tiene in conto che la realtà mostra uno stato di fatto piuttosto diverso, in cui si incontrano l'intermediario (cioè i suoi impiegati) e il cliente: il primo impiega tempo senza guadagnarci nulla – nel senso che non è monetizzabile l'obiettivo di ottenere un accurato profilo del cliente. Il secondo, che non è un professionista, avrebbe invece bisogno che gli si dedicasse tempo per fargli comprendere appieno il contenuto delle singole indicazioni che è chiamato a dare – che comunque non dovrebbe ridursi alla compilazione di un questionario – e, al tempo stesso, spesse volte (ma siamo in Italia) può avere certa ritrosia a raccontare i fatti propri all'intermediario²⁸. Insomma, diversi fattori militano contro l'efficace raccolta dei dati necessari per profilare il cliente e le proposte novità non paiono idonee a incidere in modo efficace sui comportamenti sopra evocati. Anzi: il 4° comma, che segue quello citato, prescrive che l'avvertimento di cui si è detto sia predisposto in formato standardizzato il che, nello stato di fatto sopra delineato, rischia di concretizzarsi nell'ennesima carta da firmare che si aggiunge al fascicolo del “questionario MiFID”, con buona pace dei previsti interventi dell'ESMA e in via delegata della stessa Commissione, su contenuto e forma dell'avvertimento. Ma anche questo aspetto meriterebbe un discorso a parte che non è qui il caso di sviluppare.

²⁸ La considerazione è stata formulata da M. STELLIN, *Questionario antiriciclaggio: sull'efficacia delle informazioni dal cliente*, in <https://www.dirittobancario.it/art/questionario-antiriciclaggio-sullefficacia-delle-informazioni-dal-cliente/>, ma a proposito di un altro “questionario” che i clienti sono chiamati a compilare, cioè quello ai fini dell'adeguata verifica antiriciclaggio: peraltro, alcuni tratti sociologico-comportamentali sembrano potersi utilizzare anche a proposito della consulenza.

8. *Proposta di introduzione di una consulenza indipendente semplificata*

Ancora con riguardo all'adeguatezza, con il dichiarato intento di «incoraggiare la fornitura di consulenza indipendente» espresso già nella proposta della Commissione²⁹ e confermato – ma solo con riguardo alla clientela *retail* – nella proposta del Consiglio, ancora in modifica dell'art. 25 MiFID2, al par. 3, comma 3, si prevede che quando tale servizio sia limitato a strumenti finanziari diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi («restricted to well-diversified, non-complex and cost-efficient financial instruments»), il consulente non avrà l'obbligo di valutare non solo le conoscenze e delle esperienze dei clienti ma neppure la – appena introdotta – diversificazione del loro portafoglio («shall be under no obligation to obtain information on the retail client or potential retail client's knowledge and experience about the considered financial instruments or investment services or on the retail client's existing portfolio composition»).

Questa nuova disposizione, ad avviso di chi parla, suscita qualche perplessità, di cui si darà conto poco più avanti.

9. *Gli obbiettivi della direttiva omnibus sono abbastanza chiari ma le scelte attuative si espongono a critiche*

In conclusione, la *policy* sviluppata nella direttiva *omnibus* è mirata all'obiettivo di avvicinare maggiormente la clientela *retail* ai mercati mobiliari e si presenta sostanzialmente fedele all'azione n. 8 del *Capital Marker Union Action Plan* (“*building retail investors' trust in capital markets*”), da cui è scaturita. Coerentemente, risulta aver in certo modo posto al centro dell'intervento la consulenza e i temi strettamente connessi (incentivi, conflitto di interessi, costi, *best interest* del cliente), dovendo superare le perplessità di quella stessa clientela che, dalle indagini preparatorie condotte dalla Commissione, in una percentuale variabile ma comunque non alta non ha mostrato di fidarsi dei propri consulenti o di coloro che dovrebbero diventare tali.

²⁹ Così si esprime la Commissione nella sua *Relazione* alla proposta, p. 21 del documento.

Tutte e tre le proposte – sia pure con accenti diversi sicché, in sede di “revisione” da parte dei co-legislatori, è stato smorzato il più accentuato interventismo della Commissione – hanno comunque mostrato di condividere lo spirito di fondo. Così è nella proposta del Consiglio, su cui si è svolta la maggior parte delle considerazioni fin qui formulate. Le divergenze però rimangono ed è davvero difficile pronosticare quale possa essere l’esito dei negoziati interistituzionali che dovrebbero portare ad un accordo dei co-legislatori per l’attuazione di questa parte del *Retail Investment Package*.

9.1. *La scelta di avvicinare la consulenza “incentivata” a quella indipendente, mantenendo unico il genus, rischia di confondere la clientela retail*

Un tratto trasversale riguarda il presupposto delle considerazioni che seguono. L’impostazione della riforma della disciplina degli incentivi è stata scelta avendo presente il risultato della valutazione di impatto, e cioè che il divieto totale di incentivi sarebbe la misura più efficace per eliminare o comunque contrastare i conflitti di interessi³⁰. Ebbene, la scelta consapevole è stata di mantenere (regolandoli in senso restrittivo) gli incentivi onde evitare «il potenziale impatto negativo che causerebbe produzione di un divieto totale degli incentivi»³¹.

Il punto di partenza è quindi che la Commissione così come il Consiglio e il Parlamento non se la sono sentita non solo di eliminare gli incentivi – e questo è stato dichiarato senza remore – ma neppure di puntare sulla consulenza su base indipendente, il che avrebbe implicato l’accentuazione della differenza rispetto a quella non indipendente. In

³⁰ Vedi il documento SWD(2023)278, nel quale, come ne riferisce la stessa Commissione nella sua *Relazione* alla proposta, risulta che «Nel caso degli incentivi, la scelta di mantenere l’attuale sistema per consentire il pagamento di incentivi a determinate condizioni, migliorando e armonizzando nel contempo le comunicazioni settoriali specifiche al riguardo, è stata valutata rispetto al divieto di tutte le forme di incentivo, compresa la sottovariante del divieto parziale applicato nel caso di servizi senza consulenza (solo esecuzione). La valutazione d’impatto conclude che il divieto totale a livello dell’UE sia la misura più efficace per eliminare o ridurre sensibilmente i potenziali conflitti di interessi, in quanto agirebbe su un’importante fonte di pregiudizio per i consumatori».

³¹ Così il considerando n. 3 della proposta della Commissione ma anche del Consiglio.

tutte e tre le versioni della direttiva *omnibus* la scelta è stata quella di andare in senso contrario, cioè di tentare di avvicinare la consulenza non indipendente a quella indipendente, appunto senza introdurre nuovi divieti agli incentivi, che avrebbe impattato sul modello, largamente adottato, di distribuzione soprattutto di parti di OICR.

D'altro canto, i grandi operatori del mercato mobiliare hanno da tempo scelto di non prestare la consulenza indipendente, e i poteri se non forti ma almeno persuasivi non avranno mancato di far sapere come la pensano.

Ma anche i nomi hanno la loro importanza: continuare a chiamare consulenza sia quella indipendente che quella non indipendente certamente non aiuta la clientela *retail* a mettere a fuoco la differenza dei servizi prestati che, anche a valle degli sforzi compiuti con il progetto di direttiva esaminato, non sono la stessa cosa. Pertanto, ancorché il legislatore non sia vincolato al rigore linguistico e a procedere per generi e differenze, lo stesso dove si sia prefisso di superare le diffidenze di una tipologia di clientela, quella al dettaglio, avrebbe forse dovuto tener presente che l'omonimia di servizi diversi può con elevata probabilità sortire effetti decettivi. Per vero, noi in Italia ci siamo comportati allo stesso modo quando, contestualmente all'introduzione della disciplina della consulenza indipendente, andiamo introdotto l'albo unico dei consulenti.

Ebbene, dalla proposta di direttiva *omnibus*, in tutte le sue "versioni", emerge un quadro caratterizzato da un approccio ibrido che cerca di trainare la consulenza "incentivata" verso una consulenza "ma non troppo" ma quanto basta per continuare a chiamarla consulenza. Il risultato è confuso e non convince. In un misto di ottimismo illuministico e ipocrisia pragmatica, viene, infatti, definito un sistema che finisce con l'assecondare la tendenza degli operatori bancari, probabilmente non più disponibili a prestare consulenza finanziaria gratuita, ad offrire forme di consulenza più o meno "evolute" (vedi par. successivo), ancorché non indipendenti. Il tutto caratterizzato da un significativo incremento di passaggi valutativi, che impongono ulteriori sforzi organizzativi e, in ultima analisi, consentono di ipotizzare ragionevolmente un incremento dei costi a carico nella clientela *retail*.

9.2. *Dubbi sulla scelta di puntare, nella consulenza non indipendente, sulla varietà degli strumenti e non anche dei produttori*

Il punto ulteriore è che, per operare il programmato avvicinamento della consulenza non indipendente a quella indipendente, le proposte (tutte) di direttiva *omnibus* hanno (paradossalmente, direi) depotenziato e indebolito la consulenza indipendente, con un'azione che va anche al di là della pur rilevante comunione di denominazione con le forme di "consulenza" diverse ma separate da uno stesso nome – e già questo non è poco – ma anche attenuandone i tratti distintivi, quelli cioè che dovrebbero essere percepiti dalla clientela *retail* come aventi un ruolo idoneo ad aiutare a superare le perplessità che tengono quegli stessi clienti lontano o non abbastanza vicini ai mercati mobiliari. Questo non riesce del tutto comprensibile.

Va, in effetti, considerato che ampliando il novero degli strumenti finanziari che devono essere proposti nella consulenza non indipendente si vorrebbe accorciare la distanza con quella indipendente, ma questo non è affatto negativo, in quanto non può che migliorare la qualità della prima, se però alla varietà del numero di strumenti finanziari si accompagnasse anche la varietà di produttori, e questo pare perlomeno difficile se non improbabile in un contesto distributivo governato dagli incentivi. Resta comunque che la dichiarata strategia di un approccio graduale, che prevede in prima battuta l'inasprimento degli obblighi relativi a pagamento/ricezione degli incentivi «per sciogliere i potenziali conflitti di interesse e tutelare meglio gli investitori al dettaglio»³², non pare sia particolarmente centrata e realistica, cioè tale che ci si possano ragionevolmente aspettare gli effetti sperati, cioè sciogliere effettivamente i potenziali conflitti di interessi in costanza di pagamento di *inducements* più o meno "compensati".

La realtà resta quella di una consulenza, resa in costanza di percezione di incentivi, che – se si vuol credere alla virtù poetica delle parole e al netto degli obblighi di neutralità imposti e forse inesigibili – se non sarà condizionata risulterà comunque perlomeno influenzata da quegli incentivi e non pare che Commissione, Consiglio e Parlamento

³² Così il considerando n. 3 della proposta di direttiva *omnibus* tanto della Commissione quanto del Consiglio.

abbiano strumenti per misurare effettivamente questa influenza.

Per altro verso, se l'obiettivo degli organi dell'UE è quello di disincentivare la consulenza non indipendente, inducendo le condizioni per una "crisi di rigetto" degli incentivi, il percorso scelto sarebbe, a tacer d'altro, talmente lungo e incerto da superare di gran pezza il triennio che è stato stabilito per la revisione dell'impianto normativo in base ai risultati, come ESMA ed EIOPA non hanno mancato di sottolineare³³.

9.3. Attitudine confusoria della proposta introduzione di una consulenza non indipendente "compensativa" per giustificare gli incentivi

Ma, come già osservato, la maggiore attitudine confusoria tra i sostanziali profili di differenza tra la consulenza indipendente e quella non indipendente deriva dall'introduzione – in modo non diretto ma laterale – di quella che si è in precedenza definita come "consulenza compensativa", cioè prestata per giustificare la percezione di incentivi.

Ebbene la confusione è generata dalla circostanza che nella proposta non sono stati definiti i contorni e i tratti distintivi da quella che si potrebbe definire la consulenza di base (espressione questa in effetti di uso corrente nella pratica). In altri termini la formulazione di quello che, nella proposta del Consiglio, dovrebbe essere il nuovo art. 24a(3)(2) della MiFID2 novellata, ha fatto trapelare che vi sarebbe una graduazione qualitativa (dove, cioè, una consulenza è "migliore" di un'altra) senza però trarre conseguenze normative specifiche sul piano del contenuto né della disciplina del servizio e senza dire neppure se debba essere gratuita o possa essere anche solo in parte onerosa.

Il punto è delicato in quanto riguarda il fenomeno che si sta diffondendo (almeno in Italia) e che consiste nell'offerta di forme – definite dagli intermediari offerenti – di consulenza "evoluta" o "avanzata" o "innovativa", per la quale si sono in effetti adottate forme diverse di remunerazione (ad es. *fee only* o *fee on top*, cioè in aggiunta alla remunerazione degli altri servizi), superando la condizione di

³³ Vedi la lettera, cit. a nota 21, p. 3, dove le due ESAs significativamente rilevano che «consumers are set to wait for several years for noticeable changes to their investing experience».

gratuità tradizionalmente associata alla consulenza non indipendente. Questa consulenza evoluta invero strizza l'occhio alla consulenza indipendente senza esserlo, in quanto ha lo stesso nome ed è a pagamento come quella, promette particolare attenzione alle esigenze del cliente come quella, in taluni casi di remunerazione *fee only* prevede persino di ribaltare al cliente gli incentivi ricevuti, ma resta un servizio di un intermediario che comunque vende strumenti finanziari e riceve incentivi (e tra quelli sceglie), almeno fin quando l'obbligo di valutare anche un *appropriate number* – ma ampio davvero – di strumenti prodotti da *manicfaturer* terzi non disincentiverà gli incentivi, il che allo stato è solo un ottativo. Fino a quel momento si tratterà pure di una vendita accurata con disponibilità di tempo e informazioni, supportate da strutture organizzative rodute ed elevate professionalità ma resta una – ancorché più sofisticata – forma di vendita assistita da parte di un *tied agent*. È lo stesso caso di un avvocato, officiato in una causa da un cliente, che conoscerà bene i fatti di causa ma non per questo lo si sceglierebbe come giudice di quella causa.

Non può nascondersi il sospetto che la ragione dell'evoluzione della consulenza nella prassi dell'industria finanziaria consista anzitutto nella circostanza che non è più gratuita ma a pagamento. E l'approccio perplesso della direttiva *omnibus* sul punto sembra assecondare ma non apertamente (tacendo anzitutto sulla gratuità o meno della consulenza compensativa) ma neppure ostacolare questo disegno.

9.4. *La dubbia efficacia della consulenza indipendente “semplificata”*

Sembra invece assumere i connotati del depotenziamento se non proprio dello svuotamento una misura – presente, per vero in tutte le proposte – introdotta con la espressa finalità di promuovere l'accesso alla consulenza indipendente e consistente nella definizione di un regime di consulenza indipendente “semplificata”, che costa meno però nella quale non è dovuta, non solo la valutazione delle conoscenze e delle esperienze dei clienti, ma neppure la valutazione della diversificazione del loro portafoglio, quando ha ad oggetto strumenti finanziari diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi.

Quest'ultima esenzione dall'obbligo di completezza di analisi balza all'occhio proprio perché per la prima volta proprio nella direttiva *omnibus*, come si è detto, è stata esplicitamente resa necessaria la

valutazione della diversificazione del portafoglio per la consulenza in generale, e invece proprio quella indipendente può esserne esentata. Ciò a ben vedere ha l'effetto di privare quest'ultima di un suo tratto distintivo (verrebbe da dire, di ogni consulenza): quello della sostanziale personalizzazione e adeguatezza delle raccomandazioni, dove si coglie non tanto un rapporto tra il cliente e uno strumento o una tipologia di strumenti finanziari (non complessi non costosi e via seguendo) ma tra il cliente ed il suo complessivo portafoglio di investimento³⁴.

La diffusione di una consulenza indipendente menomata, quindi inidonea a sortire ove del caso i suoi benefici (sebbene un po' meno cara), non pare davvero il miglior modo per farne apprezzare le caratteristiche. Insomma, per la consulenza indipendente il *favor* c'è ma non si vede.

9.5. La restrizione dello spazio di discrezionalità del consulente. Importanza dell'educazione finanziaria anche (forse soprattutto) nella scelta del consulente

Altre considerazioni di contorno possono ancora formularsi sulla fisionomia che la consulenza potrebbe assumere in conseguenza dell'approvazione della direttiva *omnibus*. Da un lato, l'approccio regolamentare assunto può essere compendiato nella volontà di imporre una dettagliata e motivata documentazione dei singoli passaggi in cui si svolge la discrezionalità tecnica degli intermediari, il che risulta particolarmente evidente con riguardo alla consulenza, che consiste esclusivamente esercizio di questa discrezionalità. Invero, alcuni profili, come quello dei prezzi e degli oneri si prestano meglio a questa procedimentalizzazione della valutazione mentre altri, come la

³⁴ Si segnala che un approccio alla consulenza davvero olistica, non dovrebbe tralasciare neppure aspetti, ancorché estranei al mercato dei capitali, che interessano il cliente come gli investimenti immobiliari. Si tratta di un tema cui qui si può fare solo cenno ma che meriterebbe grande attenzione. Si coglie l'occasione di segnalare anche un profilo, quello dei c.d. *financial influencers* che veicolano sui *social media* le loro indicazioni – cui pure nella proposta della Commissione era stata accordata attenzione – non ha trovato spazio nella proposta del Consiglio. Su questo fenomeno vedi E. FRANZA, *I Financial influencers*, 19 febbraio 2025, in <https://www.dirittobancario.it/art/i-financial-influencers/>.

performance, assai meno, cioè espongono al rischio di essere fuorvianti, perché ciò che è successo in passato non può dare certezze per il futuro. Probabilmente sullo sfondo c'è ancora il *robo-advising* e l'intelligenza artificiale la cui esperienza, la sola possibile per le macchine, è codificata negli algoritmi.

Dall'altro lato, ampliando ulteriormente gli elementi che devono tenersi in considerazione nel processo di *product governance* e in particolare il profilo del rapporto qualità/prezzo (*value for money*), l'effetto – probabilmente voluto – è quello di restringere ulteriormente l'ambito nel quale può poi operare il consulente, non solo quello non indipendente ma anche e soprattutto quello indipendente, aumentando non solo gli adempimenti burocratici ma proprio i costi.

Il dato di fatto da cui non si può prescindere è che il mercato è incerto, anzi è sano quando è incerto. Tuttavia, proprio in tempi recenti abbiamo assistito a episodi ripetuti di volatilità estrema quando in circolazione ci sono tipi che vogliono ricostruire l'impero russo oppure un *orange man* che mette i dazi, poi li toglie poi ci ripensa e li raddoppia e poi immagina di annettersi il Canada, invadere la Groenlandia ... i mercati di fronte a queste pazzie sembrano impazzire anch'essi con movimenti giornalieri al ribasso e poi al rialzo con percentuali a due cifre e in pochi mesi possono risultare erose le performance maturate in anni di investimenti. Ed è proprio in queste circostanze che è più difficile convincere a investire o lasciare investiti i propri risparmi sui mercati mobiliari la clientela *retail*, quella di cui si occupa l'azione n. 8 del *Capital Market Union Action Plan*. Ed è proprio lì che la consulenza può dare il suo contributo.

Ma in ultima analisi il consulente, indipendente o anche non (più o meno evoluto), deve essere scelto e per fare questo l'investitore *retail* deve essere finanziariamente alfabetizzato e su questo profilo sarà necessario che gli organi dell'Unione insistono in via prioritaria, perché solo una maggiore consapevolezza potrà evitare che i danni derivanti dagli investimenti finanziari siano superiori a quelli cui chi investe deve essere comunque preparato, forte dell'educazione finanziaria ricevuta. Imparare a razionalizzare la propria (forse inevitabile) avidità è uno dei momenti chiave per poter essere in grado di fornire consapevolmente quelle informazioni di cui gli intermediari hanno bisogno e la cui correttezza è essenziale, quali quelli sull'avversione al rischio, sull'orizzonte temporale e sulla capacità di sopportare le perdite. Senza

un'adeguata formazione finanziaria le risposte che il cliente al dettaglio fornisce, senza una adeguata preparazione, in ordine ai profili appena indicati possono essere sbagliate, inficiando così l'efficacia dell'assistenza che il consulente potrà prestargli fermo restando che anche quest'ultimo dovrebbe essere specificamente attrezzato per arrivare ad ottenere informazioni "adeguate" dal cliente³⁵. Una volta che si sia realisticamente accantonato il modello di un investitore razionale, diventa altrettanto realisticamente necessario puntare sull'investitore educato dal punto di vista finanziario. Sebbene la disciplina – e così anche le proposte di direttiva *omnibus* – non sfugga all'enfasi della trasparenza e del profluvio di informazioni al cliente, siamo in tempi in cui è ormai noto e, purtroppo, diffuso il fenomeno del c.d. analfabetismo funzionale³⁶, e quindi l'obiettivo cui andrebbe mirata l'azione è quello di rendere il cliente anzitutto consapevole di quello che non sa e del bisogno che ha di essere supportato, per non incorrere magari nella devastazione psicologica a valle di ingenti perdite registrate nel *trading* fai da te. Del resto, è minima la percentuale di coloro che investono direttamente: mentre cospicua è la percentuale degli azionisti passivi o, più in generale, degli investitori passivi, che non hanno comunque competenze, capacità e neppure

³⁵ Si tratta di un profilo di "adeguatezza" che meriterebbe di essere sviluppato, ben al di là delle avvertenze sull'essenzialità delle informazioni che al cliente vengono richieste.

³⁶ L'UNESCO definisce dal 1984 l'analfabetismo funzionale (*functional illiteracy*) come «la condizione di una persona incapace di comprendere, valutare, usare e farsi coinvolgere da testi scritti per intervenire attivamente nella società, per raggiungere i propri obiettivi e per sviluppare le proprie conoscenze e potenzialità» (la definizione è tradotta dal glossario dei termini statistici dell'OCSE, vedila in https://www.oecd.org/en/publications/oecd-glossary-of-statistical-terms_9789264055087-en.html, dove si richiama l'*Handbook of Household Surveys*, Revised Edition, Studies in Methods, Series F, No. 31, United Nations, New York, 1984, par. 15.63). Vedi il rapporto 2023 sul sito dell'OCSE – OECD, https://www.oecd.org/en/publications/do-adults-have-the-skills-they-need-to-thrive-in-a-changing-world_b263dc5d-en.html, dove in particolare risulta la preoccupante collocazione dell'Italia sotto la media dei 31 paesi oggetto della *survey*, e tra gli ultimi in Europa.

Comunque, il legislatore europeo è ben consapevole delle difficoltà dell'investitore *retail* nel comprendere informazioni finanziarie che gli vengono fornite: basti in proposito leggere quanto rilevato, ad es., nei considerando nn. 13, 14 e 15 del reg. (UE) n. 1286/2014, sui PRIIPs.

tempo di leggere informative che sono, a tacer d'altro, quasi sempre troppo lunghe.

Una adeguata alfabetizzazione finanziaria è allora il presupposto di ogni discorso, normativo ed economico, sul maggiore coinvolgimento della clientela *retail* nel mercato finanziario dell'UE, ivi compresa la percezione dell'esigenza di un consulente – la cui remunerazione, quando è indipendente, dev'essere percepita come normale – che poi deve essere selezionato e scelto e magari cambiato. Una frase diffusamente attribuita, sul *web*, a Warren Buffet è «*Investing is simple, not easy*»: l'alfabetizzazione di cui parlavo in fondo si riduce a far capire questo, che è semplice da enunciare ma niente affatto facile da assimilare.

Le valutazioni automatizzate del merito creditizio nel quadro regolatorio europeo. Quale futuro per il *credit scoring* algoritmico?

SOMMARIO: 1. *Credit scoring* algoritmico, valutazione del merito creditizio e processi decisionali automatizzati. – 2. Le recenti pronunce della Corte di Giustizia sul *credit scoring*. Il caso *Schufa* (C-634/21). – 3. (Segue). Le questioni irrisolte. La dubbio portata del diritto ad ottenere «*significant information*» sulla logica della decisione algoritmica. – 4. (Segue). Le soluzioni proposte dalla Corte di Giustizia nella decisione *D&B* (C-203/22). Il diritto alla spiegazione della decisione algoritmica e la sua concreta estensione. – 5. I limiti normativi al *credit scoring* algoritmico. La direttiva UE 2023/2225 sul credito ai consumatori (CCD II). – 6. (Segue). Il Reg. (UE) 2024/1689 sull'intelligenza artificiale (*AI Act*). – 7. L'irrealizzabilità pratica del diritto alla spiegazione in caso di ricorso a tecniche di *machine learning*. – 8. Un ulteriore limite normativo: le disposizioni in materia di *outsourcing* delle funzioni bancarie. – 9. Considerazioni conclusive. Quale futuro per il *credit scoring* algoritmico?

1. Credit scoring algoritmico, valutazione del merito creditizio e processi decisionali automatizzati

A poco più di un anno di distanza dalla nota decisione *Schufa*¹, la Corte di Giustizia è tornata ad occuparsi del *credit scoring* algoritmico, espressione con la quale si indicano, com'è noto, le procedure automatizzate per la valutazione dell'affidabilità creditizia della clientela di banche e intermediari finanziari, basate su sistemi di intelligenza artificiale in grado di processare ingenti ed eterogenee quantità di dati, di natura non necessariamente economica o finanziaria². Si tratta di un'attività che si traduce, in breve,

¹ CGUE, 7 dicembre 2023, causa C-634/21, *Schufa Holding (Scoring)*, pubblicata in *Banca e borsa*, 2024, 6, II, 715, con nota di A.G. GRASSO, *Decisioni automatizzate e merito creditizio: la Corte di Giustizia sul credit scoring*, e in *NGCC*, 2024, 2, 416, con nota di F. D'ORAZIO, *Il credit scoring e l'art. 22 del GDPR al vaglio della Corte di Giustizia*. Per completezza, si rammenta che, nella stessa data, la Corte ha pronunciato anche la sentenza relativa alle cause C-26/22 e C-64/22, *Schufa Holding (Esdebitazione)*.

² La peculiarità delle moderne tecniche di *credit scoring* algoritmico è rappresentata, invero, dalla possibilità di utilizzare fonti di dati particolarmente vaste, che ricomprendono dati finanziari e non finanziari, sia strutturati che non strutturati. In altri termini, il giudizio di affidabilità creditizia elaborato dagli algoritmi si basa sulla capacità di analizzare sia *hard data* (dati di tipo oggettivo, espressi da valori

nell'elaborazione di un giudizio sintetico (*score*) indicativo del grado di solvibilità del soggetto che richiede il prestito, utilizzato dagli intermediari per stabilire se erogare o non erogare il finanziamento³.

Va subito precisato che, nelle decisioni sopra citate, il *credit scoring* è contemplato quale specifica forma di «processo decisionale

univoci) che *soft data* (ricavabili da attività di navigazione *on line*, *social media*, geolocalizzazione, uso di dispositivi elettronici, ecc.). La letteratura in materia è assai vasta: *ex multis*, v. A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, 136 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2020, 2, 187 ss.; EAD., *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio del consumatore*, Milano, 2018; L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 3, 461 ss.; G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, suppl. al 3, 74 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 1, 175 ss.; P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 3, 825 ss.; M. PROTO, *Contrattazione tecnobancaria e gestione dei dati: il consenso dell'interessato nella valutazione del merito creditizio*, in *Foro it.*, 2025, 2, 114 ss.; N. AGGARWAL, *The Norms of Algorithmic Credit Scoring*, in *Cambridge Law Journal*, 2021, 80, 1, 42 ss. (<https://ssrn.com/abstract=3569083>); N. REMOLINA, *The Role of Financial Regulators in the Governance of Algorithmic Credit Scoring*, *SMU Centre for AI & Data Governance Research Paper*, 2022, 2 (<https://ssrn.com/abstract=4057986>).

³ Sostanzandosi nella formulazione di un giudizio (in forma di indicatore numerico o punteggio) circa le probabilità di rimborso di un prestito, il *credit scoring* è funzionale alle operazioni di valutazione del merito creditizio svolte dagli intermediari prima di erogare i finanziamenti, con le quali tende ad essere identificato. D'altra parte, se è vero che i punteggi elaborati mediante algoritmi vengono spesso utilizzati a supporto delle attività di valutazione del merito creditizio effettuate da analisti umani, responsabili ultimi delle decisioni finali, vi sono casi in cui l'intero processo di erogazione è automatizzato, sicché la scelta di concedere o non concedere il credito si conforma pedissequamente alle risultanze, positive o negative, del sistema di intelligenza artificiale utilizzato per prevedere il tasso di solvibilità del debitore, che esauriscono, di fatto, la fase valutativa, rendendo evanescente la distinzione tra i due momenti (ciò che si verifica soprattutto in relazione a crediti di modesto importo, o finalizzati all'acquisto di determinati beni/servizi). Nel contesto di questo scritto, considerato che, anche in caso di intervento umano, il *credit scoring* è uno strumento operativo in grado di condizionare in modo assai rilevante le valutazioni relative al rischio di credito (e, quindi, le decisioni degli intermediari di concedere o meno il finanziamento), privilegeremo – a costo di qualche semplificazione concettuale – una prospettiva unificatrice che, peraltro, risulta maggiormente in linea con le decisioni della Corte di Giustizia che ci accingiamo ad analizzare.

automatizzato relativo alle persone fisiche» (art. 22 Reg. 2016/679, GDPR), e dunque analizzato, coerentemente con tale impostazione, nella precipua prospettiva della tutela dei dati personali.

La Corte si è concentrata, pertanto, su alcune problematiche che scaturiscono dalle particolari caratteristiche tecniche di tale attività, senza trattare – in quanto non pertinenti al giudizio – le ulteriori questioni che ogni genere di operazione di valutazione del merito creditizio solleva, indipendentemente dall'adozione di modalità tecnologicamente evolute (come quelle di tipo algoritmico, impiegate nella specie). Vengono dunque ignorati i problemi, ingenerati da un quadro normativo frammentario e per molti versi lacunoso⁴, sui quali la dottrina italiana si è a lungo interrogata: *in primis*, l'esistenza nell'ordinamento domestico di un vero e proprio obbligo dell'intermediario di astenersi dalla concessione del credito, là dove la valutazione del merito creditizio sia risultata negativa⁵; in secondo

⁴ Le fonti di disciplina delle attività di valutazione del merito creditizio, di matrice principalmente europea, sono essenzialmente distribuite tra normativa prudenziale (CRD/CRR, integrate dai provvedimenti delle Autorità di vigilanza finanziaria UE) e normativa consumeristica (dir. 2008/48/CE sul credito al consumo e dir. 2014/17/UE sul credito immobiliare al consumo), per come recepite nel TUB e nelle disposizioni secondarie. Per un quadro più dettagliato, arricchito da ulteriori riferimenti legislativi, v. F. CIRAULO, *L'attività di valutazione del merito creditizio tra lacune normative e mercati in trasformazione*, in AA.VV., *Studi in onore di Sabino Fortunato*, Bari, 2023, IV, 2747 ss.; E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una sua rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 3, 457 ss.

⁵ Ravvisano l'esistenza di un obbligo di astensione dall'erogazione del finanziamento M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 710 ss. (la quale valorizza le esigenze di ordine pubblico - di direzione o di protezione che dir si voglia - sottese all'imposizione per via normativa degli obblighi di valutazione); T.V. RUSSO, *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. impr.*, 2020, 1500-1502; M. FRANCHI, *Il ruolo del merito creditizio nella rinnovata disciplina in tema di composizione della crisi da sovraindebitamento: la chiusura di un cerchio?*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 516-7, secondo il quale, tuttavia, il creditore potrebbe comunque dare corso al finanziamento, se il debitore, una volta informato della non sostenibilità del prestito, decidesse ugualmente di procedere. Con riguardo alle disposizioni della nuova dir. 2023/2225 sul credito ai consumatori (CCD II), v. C.A. VALENZA, *Obbligo di valutazione del merito creditizio del consumatore e regole*

luogo, la natura dei rimedi adottabili dal debitore in caso di omessa o erronea valutazione della sua solvibilità, seguita dall'erogazione di un prestito risultato insostenibile⁶. Problemi che meriterebbero soluzioni certe, se si riflette sulla centrale rilevanza che, nell'ordinamento del mercato finanziario, il giudizio di affidabilità creditizia di coloro che richiedono l'accesso ad un finanziamento concretamente riveste: tale giudizio, invero, non risponde unicamente agli interessi individuali del creditore (ottenere la restituzione, nei tempi concordati, del capitale e dei relativi interessi, in un'ottica di conformità al canone della sana e prudente gestione) e del debitore (ottenere un finanziamento sostenibile dal punto di vista economico ed evitare il rischio di sovraindebitamento), ma è adempimento posto a garanzia di interessi generali, giacché l'accurata selezione dei prenditori di credito (e, dunque, la corretta allocazione delle risorse che ne consegue) impatta sulla creazione di un mercato del credito efficiente e stabile⁷.

in materia di banche dati, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2024, suppl. al n. 4, a cura di P. Gaggero, 258-9.

⁶ Le soluzioni proposte in dottrina oscillano dalla nullità del contratto per violazione di norme imperative (art. 1418 c.c.) o per difetto di causa concreta, all'annullabilità per dolo (ove il finanziatore abbia ingannato il debitore circa le sue effettive capacità di restituzione del prestito) o per errore (in caso di falsa rappresentazione che abbia inciso in modo determinante sulla volontà di stipulare il contratto di finanziamento), passando, più di frequente, per l'affermazione di una mera responsabilità precontrattuale dell'intermediario, per violazione di una regola di condotta riferibile alla fase precedente la stipula del finanziamento (per una sintesi delle diverse posizioni, si rimanda a F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 2753 ss.; F. TRAPANI, *Art. 124-bis*, in C. COSTA, A. MIRONE (a cura di), *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Torino, 2024, II, 2031 ss.). Sul punto, è comunque significativa una recente pronuncia della Corte di Giustizia (CGUE, 11 gennaio 2024, causa C-755/22), che ha ritenuto proporzionata la sanzione della nullità del contratto, con conseguente decadenza del diritto del creditore al pagamento degli interessi pattuiti, prevista dalla legge ceca per la violazione dell'obbligo di valutare il merito creditizio. Favorevole all'applicazione del rimedio invalidante è F. QUARTA, *Prevenzione di pratiche irresponsabili nel credito ai consumatori. La Corte di Giustizia tiene il punto sulla nullità del contratto e rilancia*, in *Dialoghi dir. ec.*, sett. 2024.

⁷ In tal senso, oltre alla giurisprudenza citata nella nota precedente, v. anche Cass., 30 giugno 2021 (ord.), n. 18610 (sulla quale v. A.A. DOLMETTA, *Merito del credito e concessione abusiva. Dopo Cass. n. 18610/2021*, in *Dialoghi dir. ec.*, ottobre 2021), ove si afferma che l'obbligo di valutazione del merito creditizio «è posto, dal diritto

Sebbene di portata circoscritta, gli interventi della Corte appaiono, comunque, estremamente interessanti: essi, infatti, non soltanto offrono un'accurata ricostruzione della nozione di processo decisionale automatizzato (analizzando i singoli elementi costitutivi della fattispecie), ma forniscono ulteriori tasselli utili al completamento del *framework* regolamentare di attività sempre più ricorrenti nel settore finanziario⁸, eppure prive, come già si è accennato, di una disciplina organica ed esaustiva.

L'impressione che si trae dalla lettura delle decisioni della Corte, nondimeno, è che esse, considerate unitamente ad alcuni provvedimenti normativi di recente adozione, contribuiscano a creare un contesto regolatorio certamente più puntale, ma, al contempo, non proprio favorevole (se non addirittura ostile) all'esercizio delle attività di valutazione algoritmica del merito creditizio. Queste ultime, del resto, sono ritenute pericolose per i diritti delle persone e fonti di potenziali discriminazioni⁹, al punto che, per le stesse ragioni, il nuovo *AI Act*¹⁰ le classifica – ove riguardanti persone fisiche – tra i sistemi di intelligenza artificiale «*ad alto rischio*»¹¹, denotando un atteggiamento di aperta diffidenza del legislatore nei confronti delle medesime (v. *infra*, par. 6).

positivo, ai fini della protezione dell'intero sistema economico dai rischi che una concessione imprudente o indiscriminata del credito bancario comporta».

⁸ L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente"*, cit., 474 ss.; AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in BANCA D'ITALIA, *Questioni di economia e finanza*, 2022, 721, 28.

⁹ Cfr. il considerando n. 71 del GDPR, ove, con riferimento alle decisioni basate sul trattamento automatizzato di dati (tra le quali viene espressamente menzionato il rifiuto di una domanda di credito *on line*), si accenna ai potenziali rischi per gli interessi e i diritti dell'interessato e ad eventuali effetti discriminatori nei confronti di persone fisiche sulla base dell'origine etnica, delle opinioni politiche, della religione o delle convinzioni personali, dell'appartenenza sindacale, dello *status* genetico, dello stato di salute o dell'orientamento sessuale.

¹⁰ Reg. (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024, che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale, pienamente applicabili dal 2 agosto 2026.

¹¹ Cfr. considerando n. 58: «(...) È inoltre opportuno classificare i sistemi di IA utilizzati per valutare il merito di credito o l'affidabilità creditizia delle persone fisiche come sistemi di IA ad alto rischio, in quanto determinano l'accesso di tali persone alle risorse finanziarie o a servizi essenziali quali l'alloggio, l'elettricità e i servizi di telecomunicazione. I sistemi di IA utilizzati a tali fini possono portare alla discriminazione fra persone o gruppi e possono perpetuare modelli storici di

Lo scopo di questo scritto, pertanto, è valutare i margini di sviluppo, nel prossimo futuro, di attività che, pur essendosi largamente diffuse nella prassi operativa del mercato bancario e finanziario (in quanto utilizzate, in numerosi casi, ai fini delle decisioni di concessione o diniego dei finanziamenti assunte dagli intermediari), sono costrette a misurarsi con sempre più stringenti limitazioni, di fonte sia normativa che giurisprudenziale, nascenti dall'evoluzione del quadro regolamentare europeo.

Invero, l'impatto che le più progredite soluzioni tecnologiche possono produrre sulla persona umana – incidendo sui processi di costruzione dell'identità personale negli ambienti digitali, su altri diritti fondamentali dell'individuo o su interessi comunque rilevanti - impone l'adozione, sul piano normativo, di una serie di cautele che rischiano di privare il mercato di strumenti potenzialmente in grado di assicurare maggiori livelli di efficienza e di sviluppo, chiamando in causa, come avremo modo di appurare, la necessità di un accurato bilanciamento tra istanze contrapposte, meno agevole di quanto possa a prima vista apparire.

2. Le recenti pronunce della Corte di Giustizia sul credit scoring. Il caso Schufa (C-634/21)

Ai fini dell'analisi che intendiamo condurre, conviene prendere le mosse dalle recenti pronunce della Corte di Giustizia cui si è già fatto cenno. Assumono qui rilevanza, in particolare, due decisioni che si integrano vicendevolmente, definendo i lineamenti giuridici dei trattamenti interamente automatizzati di dati delle persone fisiche, tra i quali può annoverarsi anche il *credit scoring* algoritmico.

Con la prima pronuncia, resa il 7 dicembre 2023 nella causa C-634/21, la Corte di Giustizia ha affrontato il caso di un servizio di valutazione automatizzata del merito creditizio dei consumatori, fornito da una società di diritto tedesco (*Schufa*) ai propri *partner* contrattuali (sostanzialmente, banche e intermediari finanziari), interessati ad

discriminazione, come quella basata sull'origine razziale o etnica, sul genere, sulle disabilità, sull'età o sull'orientamento sessuale, o possono dar vita a nuove forme di impatti discriminatori».

acquisire informazioni relative al tasso di solvibilità dei propri clienti, da utilizzare a supporto delle decisioni di erogazione del credito¹².

Nella specie, essendosi vista negare un finanziamento da parte di un ente creditizio, per via di informazioni negative fornite all'intermediario da *Schufa*, una cittadina tedesca pretendeva che le fossero da quest'ultima comunicati i dati trattati, anche al fine di poter ottenere la rettifica di eventuali informazioni errate.

Schufa, tuttavia, comunicava all'interessata delle informazioni alquanto generiche (il punteggio attribuito, con indicazioni di massima sulle relative modalità di calcolo), omettendo di specificare gli elementi posti a base dello *scoring* e la relativa ponderazione. Obiettava, infatti, che tali informazioni risultavano coperte da segreto commerciale e che, in ogni caso, la decisione finale di non erogare il credito era stata adottata dalla propria controparte contrattuale (il finanziatore), cui *Schufa* si era limitata a fornire le informazioni funzionali alla decisione medesima.

Si poneva, dunque, l'esigenza di stabilire se la procedura informatica per il calcolo del tasso di probabilità di rimborso di un prestito, adottata da *Schufa*, rientrasse o meno nelle previsioni di cui all'art. 22 GDPR¹³,

¹² Più in dettaglio, *Schufa* è un ente in grado di formulare dei pronostici circa le probabilità di rimborso di un prestito da parte di una determinata persona, attraverso un'attività di profilazione basata su un trattamento automatizzato di dati. In pratica, a seguito dell'elaborazione di dati e informazioni personali, *Schufa* assegna l'interessato ad una classe di individui aventi caratteristiche simili, riuscendo ad attribuirgli, sulla base di procedure matematiche e statistiche, un punteggio (*score*) di solvibilità, che viene poi trasmesso all'intermediario, per consentirgli di decidere se concedere o meno il prestito. Il calcolo dei punteggi (*scoring*) si basa, in altri termini, sul presupposto che sia possibile prevedere il comportamento futuro di una persona (nella specie, l'adempimento dei propri debiti), assegnandola ad una classe di individui con caratteristiche analoghe che si siano già comportati in un certo modo. Si tratta, dunque, di un sistema che, per effettuare le proprie previsioni, combina dati del passato della persona valutata (ad es., informazioni reddituali, dati tratti dai conti bancari, dati relativi alla storia creditizia dell'interessato, ecc.) con l'inserimento della stessa all'interno di una categoria di soggetti aventi analogo profilo, presumendo che, in situazioni standardizzate, gli individui tendano a comportarsi nello stesso modo.

¹³ In sintesi, l'art. 22 GDPR prevede che l'interessato «ha il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona» (par. 1), a meno che tale decisione «a) sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento; b) sia autorizzata dal diritto dell'Unione o

giacché, in caso affermativo, *Schufa* sarebbe tenuta a dare accesso alle informazioni supplementari cui l'interessato ha diritto ai sensi dell'art. 15, par. 1, lett. h), GDPR, vale a dire informazioni circa l'esistenza di un processo decisionale automatizzato, sulla logica utilizzata, nonché sull'importanza e le conseguenze del predetto trattamento per l'interessato. Obbligo che non sorgerebbe, per converso, ove dovesse ritenersi che, in situazioni come quella in esame, soltanto il provvedimento (di diniego del credito) assunto dal terzo finanziatore possa qualificarsi, se del caso (*i.e.*, ricorrendo le condizioni di applicazione dell'art. 22 GDPR), come decisione adottata in esito ad un trattamento interamente automatizzato relativo a persone fisiche.

Ebbene, nell'affrontare il quesito sottoposto¹⁴, la Corte ha accolto un'interpretazione estensiva dell'art. 22 GDPR, che consolida la protezione rafforzata già offerta dalla norma all'interessato contro i molteplici rischi insiti in siffatti processi decisionali, notoriamente

dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento, che precisa altresì misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato; c) si basi sul consenso esplicito dell'interessato» (par. 2). La norma stabilisce, dunque, un divieto generale di processi decisionali basati sul trattamento interamente automatizzato di dati, che può essere superato, tuttavia, al ricorrere di alcune condizioni tassativamente previste (sulla portata delle quali, con specifico riferimento alle attività di *credit scoring* algoritmico, v. P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring*, cit., 849 ss.), e sempre che venga garantita l'adozione di efficaci misure di salvaguardia dei diritti, delle libertà e degli interessi legittimi del soggetto sottoposto al trattamento. Ci si riferisce, in particolare, alla necessità di garanzie atte ad assicurare un trattamento equo e trasparente dei dati dell'interessato, comprensive del diritto ad ottenere l'intervento umano, ad esprimere la propria opinione e a ottenere una spiegazione della decisione conseguente alla valutazione, nonché all'impiego di procedure matematico-statistiche appropriate per la profilazione e di misure organizzative volte a ridurre al minimo il rischio di errori, a garantire la sicurezza dei dati personali e ad impedire eventuali discriminazioni (GDPR, considerando n. 71).

¹⁴ Per la precisione, con la questione pregiudiziale sollevata innanzi alla Corte, il giudice del rinvio ha chiesto di accertare se l'art. 22, par. 1, GDPR debba essere interpretato nel senso che costituisce un «*processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche*», ai sensi di tale disposizione, il calcolo automatizzato, da parte di una società che fornisce informazioni commerciali, di un tasso di probabilità basato su dati personali relativi a una persona e riguardante la capacità di quest'ultima di onorare impegni di pagamento in futuro, qualora da tale tasso di probabilità dipenda in modo decisivo la stipula, l'esecuzione o la cessazione di un rapporto contrattuale con tale persona da parte di un terzo, al quale è comunicato tale tasso di probabilità.

individuabili nella produzione di possibili effetti discriminatori (anche di tipo indiretto o involontario)¹⁵, o in limitazioni dei diritti, della libertà di scelta e dell'autodeterminazione degli individui. Rischi dei quali è evidente, pertanto, l'incidenza negativa sulla vita delle persone, come anche, in termini più generali, sul corretto funzionamento delle società democratiche¹⁶.

Proprio l'esigenza di assicurare una tutela più ampia possibile ai diritti delle persone fisiche, garantendo la realizzazione delle finalità proprie dell'art. 22 cit., nonché dell'atto normativo nel cui contesto la norma si trova collocata, ha indotto la Corte a ritenere che lo *scoring* algoritmico fornito da *Schufa* integrasse una decisione basata su un trattamento automatizzato, nella forma della profilazione di una persona fisica (spettando al giudice del rinvio verificare l'esistenza di una base giuridica idonea ad autorizzare, ai sensi dell'art. 22, par. 2,

¹⁵ Come rilevato in dottrina, del resto, i sistemi di scoring algoritmico presentano rischi latenti di discriminazioni, dovuti, ad es., al fatto che il programmatore potrebbe omettere di ponderare adeguatamente le diverse variabili rilevanti ai fini della definizione della specifica formula di meritevolezza creditizia da applicare alla clientela, o all'eccessiva ampiezza (in termini di quantità e varietà) dei dati personali analizzabili, con conseguente incremento del rischio di "correlazioni spurie" (i.e., accostamenti arbitrari tra serie di dati privi di significato in termini di reale interdipendenza delle variabili considerate) da parte degli algoritmi di *machine learning* e di risultati irrazionali o poco trasparenti, dei quali l'interessato risulta peraltro impossibilitato a valutare la correttezza, l'equità e la legittimità (C. TABARRINI, *Comprendere la "Big Mind": il GDPR sana il divario di intelligibilità uomo-macchina*, in *Dir. inf.*, 2019, 2, 560 ss.; A. OTTOLIA, *Big Data e Innovazione Computazionale*, in *Quaderni di Aida*, Torino, 2017, 28, 6 ss.; AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring*, cit., 16 ss.). In generale, sui c.d. pregiudizi algoritmici (di tipo cognitivo, legati a difetti concernenti la fase di raccolta dei dati o a discriminazioni implicite nel raggruppamento degli stessi, o di tipo statistico, imputabili a dati estrapolati da contesti affetti da discriminazione strutturale, come, ad es., in caso di uso di un campione parziale, tale da svantaggiare soggetti sottorappresentati), v. G. MALGIERI, G. COMANDÈ, *Why a Right to Legibility of Automated Decision-Making Exists in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 2017, 7, 4, 248 ss.; D. IMBRUGLIA, *Le presunzioni delle macchine e il consenso dell'interessato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2023, 3, 932 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁶ E. PELLECCIA, *Profilazioni e decisioni automatizzate ai tempi della Black Box Society: qualità dei dati e leggibilità dell'algoritmo nella cornice della Responsible Research and Innovation*, in *NLCC*, 2018, 5, 1212 ss.

lett. b), GDPR, l'adozione di una simile decisione¹⁷). Del resto, ai fini della configurazione della fattispecie in esame, l'art. 22 cit. indica tre condizioni cumulative (*i.e.*, l'esistenza di una «*decisione*», il fatto che la stessa sia «*basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione*», infine che la decisione produca «*effetti giuridici*» sull'interessato, o incida «*in modo analogo significativamente sulla sua persona*»), la cui esistenza è stata ravvisata dalla Corte anche nel caso di specie.

Di particolare interesse, al riguardo, risultano le osservazioni dei giudici di Lussemburgo in merito alla terza e ultima condizione di applicabilità della norma (essendo pacifica, nella specie, la sussistenza di una decisione, *i.e.* il calcolo del grado di solvibilità di una persona, assunta in esito ad un trattamento automatizzato di dati, qual è il procedimento di profilazione per l'attribuzione dello *scoring*¹⁸),

¹⁷ Fermo restando, peraltro, il rispetto delle ulteriori condizioni previste dalla citata disposizione e, più in generale, dalla normativa a protezione dei dati personali. Si allude, più in dettaglio, alle misure poste a tutela dei diritti, delle libertà e di legittimi interessi dell'interessato (compreso quanto meno il diritto di ottenere l'intervento umano, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione), al divieto di trattare i dati personali di cui all'art. 9, nonché ai principi di fondo (liceità, trasparenza, specificazione delle finalità della raccolta, minimizzazione, ecc.) cui è subordinato qualsiasi trattamento di dati, per come stabiliti dagli artt. 5 e 6 del GDPR (punti 67 e 68).

¹⁸ Per quanto riguarda il termine «*decisione*», ci limitiamo a rilevare che esso è da intendersi in senso ampio e atecnico, identificando, indipendentemente dalla denominazione formale del provvedimento, tutte quelle determinazioni adottate per definire un procedimento (esclusi, dunque, gli atti preliminari, intermedi o interlocutori), che abbiano l'attitudine ad incidere sulla persona interessata (A.G. GRASSO, *Decisioni automatizzate e merito creditizio*, cit., 732). Non a caso, come già precisato, lo stesso considerando n. 71 del GDPR, nell'esemplificare l'ampia portata della parola «*decisione*», fa esplicito riferimento proprio al rifiuto automatico di una domanda di credito *on line*, richiamando una fattispecie assimilabile a quella in esame.

Meno accurata, dal punto di vista dell'approfondimento giuridico, risulta invece la disamina, da parte della Corte, della seconda condizione sopra indicata (sussistenza di un trattamento interamente automatizzato, compresa la profilazione), essendo pacifico, nella prospettazione delle parti in causa, che l'attività di *Schufa* corrispondesse alla nozione di profilazione, per come definita dall'art. 4, punto 4, GDPR («*qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta*

rappresentata dalla produzione, da parte della decisione automatizzata, di effetti giuridici sulla persona interessata o di analoga, significativa incidenza sulla persona medesima¹⁹. Proprio analizzando tale

persona fisica»). È indubbio, d'altronde, che il calcolo automatizzato del tasso di solvibilità del finanziato fosse basato, nella specie, sulla valutazione di dati personali, al fine di stimare la capacità di onorare l'eventuale debito contratto (ossia, un aspetto personale di una persona fisica, quale la sua affidabilità creditizia).

Si badi infine che, per comune opinione, l'avverbio «unicamente» (riferito al trattamento automatizzato dei dati, quale base esclusiva della decisione) non preclude l'applicazione dell'art. 22 GDPR alle decisioni che presuppongono forme marginali o meramente simboliche di coinvolgimento umano, che non implicino, cioè, un'effettiva influenza sull'esito del processo decisionale automatizzato. L'intervento umano che sterilizza l'applicazione della norma, infatti, è quello dotato di un'effettiva incidenza sulla decisione, effettuato da un soggetto che, esercitando la propria capacità di giudizio critico, abbia l'autorità e la competenza per modificarla (Gruppo di Lavoro Articolo 19, *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679*, 3 ottobre 2017, mod. 6 febbraio 2018). In dottrina, pertanto, era stato già osservato come, nel concetto di decisione interamente automatizzata, potesse rientrare anche l'ipotesi del recepimento passivo di uno *scoring* creditizio algoritmico da parte di un soggetto umano che si limiti ad abbinare ad un determinato punteggio particolari condizioni contrattuali (E. PELLECCIA, *op. cit.*, 1225-6). Ed è questo un caso analogo a quello esaminato nella decisione *Schufa*, posto che, dagli accertamenti di fatto eseguiti dal giudice del rinvio, era emerso che l'attribuzione al consumatore di un punteggio insufficiente comportava, di norma, il rifiuto della banca di concedere il prestito richiesto (punto 48).

¹⁹ Giova rammentare che, secondo le citate *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento 2016/679* (versione del 6 febbraio 2018), per decisione idonea a produrre effetti giuridici si intende quella che incide sui «diritti giuridici di una persona, quali la libertà di associarsi ad altre persone, di votare nel contesto di un'elezione o di intraprendere azioni legali» o che influisce «sullo status giuridico di una persona o sui suoi diritti ai sensi di un contratto», mentre, per decisione idonea a incidere in modo analogamente significativo sulla persona si intende quella decisione in grado di «incidere in maniera significativa sulle circostanze, sul comportamento o sulle scelte dell'interessato; avere un impatto prolungato o permanente sull'interessato; o nel caso più estremo, portare all'esclusione o alla discriminazione di persone». A quest'ultimo proposito, vengono menzionate in via esemplificativa le decisioni che incidono sulla situazione finanziaria delle persone (influenzando, ad es., l'accesso al credito), o sull'accesso ai servizi sanitari, all'istruzione o all'impiego (sebbene queste ultime incidano, a ben vedere, su situazioni giuridiche soggettive già qualificabili come veri e propri diritti, ai sensi del diritto dell'Unione). Si tratta, dunque, di decisioni che, seppur non produttive di effetti giuridici, hanno sensibili ripercussioni

condizione, infatti, la Corte giunge alla conclusione che il calcolo del tasso di solvibilità di un consumatore deve essere considerato rilevante ai fini dell'art. 22 cit. anche là dove venga prima elaborato da una società che fornisce informazioni commerciali e poi comunicato alla banca che abbia negato il prestito, svolgendo un ruolo decisivo nella determinazione finale assunta dall'ente creditizio (e, quindi, risultando idoneo a produrre un significativo impatto sulla vita dell'interessato). La Corte adotta, in breve, un approccio sostanzialistico, che attribuisce giuridica rilevanza anche al passaggio procedurale (la formulazione automatizzata dello *scoring* creditizio) che, per il peso specifico concretamente rivestito, condiziona in modo determinante l'adozione del provvedimento finale di diniego (o di concessione) del credito, senza che il primo possa essere liquidato come semplice atto preparatorio del secondo²⁰.

D'altra parte, ove si volesse inopinatamente ritenere che solo l'atto di rifiuto del credito adottato dal terzo (e non anche il calcolo del tasso di solvibilità che lo precede) possa eventualmente rivestire la valenza di una «*decisione*» ex art. 22 cit., si alimenterebbe un grave rischio di elusione della medesima norma, con conseguente *vulnus* agli strumenti di tutela del soggetto interessato. Questi, infatti, non riuscirebbe in alcun modo ad esercitare il diritto di accesso riconosciutogli dall'art. 15, par. 1, GDPR, posto che l'ente che fornisce il calcolo del tasso di solvibilità, pur disponendo delle pertinenti informazioni (cioè, quelle relative alla logica utilizzata e alle conseguenze per l'interessato), non sarebbe tenuto a soddisfare la relativa richiesta (non essendo, sul piano formale, l'autore del provvedimento in grado di incidere sull'interessato), mentre l'ente finanziatore (cui verrebbe invece imputata la decisione basata sul trattamento automatizzato dei dati) non potrebbe ottemperare alla richiesta medesima, non disponendo, di

sull'interessato, assumendo un'importanza paragonabile a quella delle decisioni giuridiche in senso stretto.

²⁰ La decisione rispecchia, sotto questo aspetto, le acute riflessioni dottrinarie circa la capacità dei sistemi di valutazione automatizzata di “catturare” - per ragioni di convenienza pratica, legate anche alla semplificazione dell'onere di motivare le scelte - la decisione umana, neutralizzando il principio normativo di “non esclusività algoritmica” (A. SIMONCINI, *L'algoritmo incostituzionale: intelligenza artificiale e il futuro delle libertà*, in *BioLlaw Journal*, 2019, 1, 81).

norma, delle necessarie informazioni²¹. L'interessato, in altri termini, si troverebbe intrappolato in una sorta di vicolo cieco, senza alcuna possibilità di esercitare i propri diritti, ed è proprio in ossequio ad una logica di effettività di questi ultimi, pertanto, che la Corte sembra avere determinato il proprio orientamento.

3. *(Segue). Le questioni irrisolte. La dubbio portata del diritto ad ottenere «significant information» sulla logica della decisione algoritmica*

La decisione *Schufa* appare foriera di rilevanti implicazioni pratiche, giacché, riconducendo nell'ambito di applicazione dell'art. 22 GDPR l'attività di quelle società che, senza erogare direttamente credito, forniscono a terzi servizi di *scoring* algoritmico²², offre una soluzione ai frequenti casi di "segmentazione" del trattamento automatizzato di dati fra più enti²³.

La pronuncia, tuttavia, lascia irrisolte – per la natura dei quesiti sottoposti al giudizio della Corte - alcune questioni di fondamentale

²¹ Tale osservazione, peraltro, mette in luce il problema di doppia asimmetria informativa che connota i sistemi di *algorithmic credit scoring* utilizzati dalle banche: l'*output* della macchina, infatti, risulta incomprensibile tanto al soggetto valutato, quanto allo stesso intermediario, che non conosce a fondo i dati e i criteri impiegati dal *software* per giungere ad una specifica decisione (C. TABARRINI, *Comprendere la "Big Mind"*, cit., 568). Sul punto assumono significativa rilevanza, pertanto, le recenti disposizioni dell'*AI Act*, là dove si prevede che, in ossequio al principio di trasparenza, i sistemi di IA ad alto rischio debbano essere progettati e sviluppati in modo tale da garantire che il *deployer* (nella specie, l'intermediario che fa uso dei sistemi di *credit scoring* algoritmico) possa interpretarne l'*output* e utilizzarlo adeguatamente (art. 13), riconoscendo altresì, in capo al soggetto interessato dalla decisione adottata sulla base di quell'*output*, il diritto ad ottenere una chiara spiegazione della medesima (art. 86) (v. *infra*, par. 6).

²² Tra queste, ad es., anche le società di informazione creditizia (SIC) italiane. Il punto è di notevole interesse, dato che l'apposito *Codice di condotta* adottato dal Garante della privacy con deliberazione del 6 ottobre 2022 esclude che dette società, anche ove trattino dati personali mediante processi decisionali interamente automatizzati, adottino "decisioni" in grado di incidere sui diritti e sulle libertà degli interessati (F. MATTASSOGLIO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, in *Dialoghi dir. ec.*, gennaio 2025, 10).

²³ F. D'ORAZIO, *Il credit scoring e l'art. 22 del GDPR al vaglio della Corte di Giustizia*, cit., 421.

importanza, concernenti, in particolare, l'effettiva consistenza dei diritti del soggetto interessato dal trattamento dei dati personali. La Corte, invero, non affronta un aspetto di cruciale rilevanza, rappresentato dalla mancanza di puntuali indicazioni normative relative alle caratteristiche (qualitative e quantitative) delle «*significant information*» sulla logica utilizzata dal sistema algoritmico, che l'interessato ha diritto a ottenere ai sensi dell'art. 15 GDPR.

Il cuore della questione consiste, in estrema sintesi, nel dubbio circa l'esistenza di un diritto dell'interessato alla spiegazione della decisione algoritmica, nonché, in caso di risposta affermativa, circa le modalità idonee a darvi concreta attuazione, tenuto conto della difficoltà di prevedere, comprendere e interpretare gli esiti di sofisticati sistemi decisionali basati sull'IA.

È noto infatti che, secondo parte (minoritaria) della dottrina, il GDPR riconoscerebbe all'interessato, al più, un diritto ad essere informato in merito alla logica generale e astratta di funzionamento del sistema automatizzato, ma non anche un diritto ad ottenere una vera e propria spiegazione della specifica decisione che lo riguarda²⁴.

Tesi, invero, autorevolmente sostenuta, eppure convincentemente contrastata da coloro che ritengono che le finalità protettive dell'art. 15 cit., quale norma deputata ad assicurare la trasparenza delle decisioni algoritmiche, possano ritenersi soddisfatte solo là dove l'interessato venga messo in condizione di comprendere, attraverso la comunicazione di informazioni espresse in un linguaggio chiaro e fruibile, l'intero processo decisionale seguito dalla macchina e le motivazioni della singola decisione adottata (*i.e.*, *come* e *perché* il sistema sia giunto a quello specifico risultato)²⁵. Diversamente ragionando, del resto, all'interessato verrebbe precluso l'effettivo

²⁴ L. FLORIDI, S. WATCHER, B. MITTELSTADT, *Why a right to Explanation on Automated Decision-Making Does Not Exist in the GDPR*, in *International Data Privacy Law*, 2017, 76 ss.; in arg. v. anche G. FINOCCHIARO, *Intelligenza artificiale e protezione dei dati*, in *Giur. it.*, 2019, 7, 1675.

²⁵ G. MALGIERI, G. COMANDÈ, *op. cit.*, 248 ss., che ravvisano un diritto alla "leggibilità" dell'algoritmo, comprensivo dei concetti sia di trasparenza - intesa come disponibilità di informazioni dettagliate ed esaustive - che di comprensibilità delle logiche con cui vengono inferite le conclusioni; conf., G. CARAPEZZA FIGLIA, *Decisioni algoritmiche tra diritto alla spiegazione e divieto di discriminare*, in *Persona e mercato*, 2023, 4, 643; P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring*, cit., 845 ss.

esercizio dei diritti riconosciutigli dall'art. 22 GDPR, e segnatamente il diritto di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione, il cui presupposto non può che consistere nella piena comprensione delle ragioni alla stessa sottese. Si tratta, in altri termini, di fornire all'interessato, in un formato allo stesso intelligibile, informazioni che – in ossequio alla ratio che accomuna gli artt. art. 13, 14 e 15 del GDPR – permettano sia la comprensione ex ante del meccanismo decisionale automatizzato (e dunque delle finalità e delle caratteristiche tecnico-operative del sistema, dei criteri utilizzati per giungere alle decisioni e della relativa ponderazione, delle tipologie di dati analizzabili, ecc.), sia la spiegazione ex post della decisione algoritmica (con specificazione di dati, criteri e ragioni che hanno portato ad assumere uno specifico provvedimento, affinché possano esserne verificate la correttezza e la legittimità ed esercitato, se del caso, il diritto di contestazione)²⁶.

Anche volendo dare per assodate tali conclusioni, resta però aperta un'ulteriore questione, occorrendo stabilire se al diritto alla spiegazione della decisione algoritmica debba riconoscersi una latitudine tale da implicare altresì l'ostensione del codice sorgente (*i.e.*, il programma in cui sono riportate le istruzioni di funzionamento del *software*, scritto in un linguaggio di programmazione comprensibile all'uomo), usato nell'ambito del sistema decisionale automatizzato. È chiaro, infatti, che il diritto di ottenere informazioni significative sulla logica utilizzata, se esteso anche alla formula matematica dell'algoritmo, entrerebbe in conflitto con la tutela di eventuali diritti di proprietà intellettuale sul *software*, richiedendo, come genericamente previsto dallo stesso GDPR, che si operi un bilanciamento tra esigenze contrapposte²⁷.

In altri termini, è necessario che il flusso informativo che soddisfa il diritto di accesso ai dati da parte dell'interessato abbia luogo nel rispetto

²⁶ Diffusamente, F. BRAVO, *Trasparenza del codice sorgente e decisioni automatizzate*, in *Dir. inf.*, 2020, 4-5, 712-9; R. MESSINETTI, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contratto e impresa*, 2019, 3, 868 ss.

²⁷ Come recita il considerando n. 63 del GDPR, infatti, il diritto di accesso dell'interessato ai dati personali che lo riguardano «non dovrebbe ledere i diritti e le libertà altrui, compreso il segreto industriale e aziendale e la proprietà intellettuale, segnatamente i diritti d'autore che tutelano il software», fermo restando, tuttavia, che «tali considerazioni non dovrebbero condurre a un diniego a fornire all'interessato tutte le informazioni».

dei diritti di privativa sull'algoritmo, che precludono, in linea di principio, la rivelazione della relativa formula matematica.

4. *(Segue). Le soluzioni proposte dalla Corte di Giustizia nella decisione D&B (C-203/22). Il diritto alla spiegazione della decisione algoritmica e la sua concreta estensione.*

Alle questioni sopra rappresentate offre risposta la recentissima pronuncia della Corte di Giustizia del 27 febbraio 2025 nella causa C-203/22 (*D&B*), fornendo utili criteri di interpretazione dell'art. 15 GDPR, ancora una volta con riferimento ad un servizio di *scoring* algoritmico.

La vicenda nasce dalle doglianze della cittadina austriaca C.K., che si era vista negare la stipula di un contratto di telefonia mobile del modesto importo di 10 euro mensili, a causa dell'esito negativo di una valutazione automatizzata della sua affidabilità creditizia, effettuata dalla società *D&B*. Quest'ultima, invero, si opponeva in sede giudiziaria all'ordine dell'autorità austriaca per la protezione dei dati personali di comunicare a C.K. informazioni significative sulla logica utilizzata nel processo decisionale automatizzato, invocando il segreto commerciale. La Corte federale amministrativa austriaca riconosceva la violazione dell'art. 15, par. 1, lett *h*), GDPR da parte della *D&B*, con decisione divenuta esecutiva ai sensi del diritto nazionale, ma la domanda di esecuzione forzata proposta da C.K. innanzi all'amministrazione comunale della città di Vienna veniva respinta, costringendo l'interessata a rivolgersi al Tribunale amministrativo di Vienna.

L'autorità giudiziaria adita, infine, decideva di sospendere il giudizio e di sottoporre alla Corte di Giustizia una serie di questioni pregiudiziali, attinenti alla corretta interpretazione dell'art. 15 cit. Il giudice del rinvio chiedeva, in particolare, che la Corte indicasse i requisiti sostanziali che le informazioni di cui all'art. 15 devono possedere per essere considerate sufficientemente significative e se, al tal fine, le stesse debbano comprendere anche le parti dell'algoritmo alla base della profilazione. La Corte veniva chiamata a stabilire, in sostanza, se l'interessato abbia diritto ad una «*spiegazione esaustiva della procedura e dei principi concretamente applicati per usare, con mezzi automatizzati, i dati personali relativi a tale persona al fine di*

ottenerne un determinato risultato, quale un profilo di solvibilità» (punto 38).

Ebbene, la Corte, tenuto conto sia delle diverse accezioni semantiche delle espressioni «*informazioni significative*» e «*logica utilizzata*», sia del contesto generale – improntato al principio di trasparenza - nel quale si trova collocato l'art. 15 cit., giunge alla conclusione che tale disposizione si riferisce a «*qualsiasi informazione pertinente relativa alla procedura e ai principi di utilizzo dei dati personali al fine di ottenerne, con mezzi automatizzati, un determinato risultato, mentre l'obbligo di trasparenza richiede inoltre che tali informazioni siano fornite in forma concisa, trasparente, comprensibile e facilmente accessibile*» (punto 50).

Privilegiando un approccio marcatamente funzionalistico, la Corte specifica quindi che il diritto di accesso di cui all'art. 15 GDPR debba essere definito, nella sua portata concreta, in conformità allo scopo principale cui la norma tende, che è quello di garantire l'esercizio, da parte dell'interessato, dei diritti allo stesso riconosciuti per via normativa, come il diritto alla rettifica, alla cancellazione e alla limitazione del trattamento (artt. 16, 17 e 18), all'opposizione al trattamento stesso (art. 21), ovvero, con riferimento al caso di un processo decisionale automatizzato, ad esprimere il proprio punto di vista e a contestare la decisione (art. 22) (punti 54 e 55). Seguendo questa logica, dunque, viene espressamente riconosciuta l'esistenza, fondata sull'art. 15 cit., di un diritto alla spiegazione della decisione algoritmica, strumentale all'esercizio degli ulteriori diritti sopra menzionati, la cui effettiva attuazione richiede la trasmissione di informazioni pertinenti, concise e, soprattutto, facilmente intelligibili da parte dell'interessato (punti 57 e 58)²⁸.

Coerentemente, dunque, si afferma che tali requisiti non possono essere soddisfatti dalla mera comunicazione della formula matematica dell'algoritmo o da una dettagliata descrizione di tutte le fasi del processo decisionale automatizzato (trattandosi, invero, di informazioni

²⁸ La comunicazione di informazioni (chiare e concise, nonché complete e contestualizzate) relative alla profilazione effettuata dalla *D&B*, peraltro, consentirebbe all'interessato di verificarne anche la correttezza e la veridicità, oltre che di ricostruire la correlazione (e dunque l'intrinseca coerenza) tra le informazioni trattate e la valutazione che ne è scaturita (v., in tal senso, le conclusioni dell'Avv. Generale De La Tour, presentate nella causa C-203/22 il 12 settembre 2024).

non sufficientemente concise e, in ogni caso, non immediatamente comprensibili, tanto più se espresse in linguaggio informatico), occorrendo spiegare all'interessato, semmai, quali dei suoi dati personali siano stati utilizzati, ed in che modo, nell'ambito della specifica procedura²⁹.

In altri termini, i dati rispetto ai quali può essere esercitato il diritto di accesso dell'interessato *ex art. 15 GDPR* vengono individuati in quelli che rivestono concreta utilità rispetto all'esercizio degli ulteriori diritti previsti dal medesimo provvedimento. In quest'ottica, pertanto, la Corte conferma l'approccio in base al quale il flusso informativo in favore dell'interessato deve consentirgli di comprendere sia la logica generale seguita dal sistema che ha adottato la decisione che le specifiche motivazioni a fondamento di quest'ultima, includendo, in sostanza, informazioni chiare e concise, ma al contempo esaustive, relative a modalità di funzionamento, criteri, parametri e variabili utilizzati nel processo decisionale automatizzato, e non anche dati tecnico-informatici (l'algoritmo) difficilmente decifrabili³⁰.

²⁹ Risultato che – precisa la Corte, in un passaggio troppo sbrigativo – si sarebbe potuto raggiungere, ad esempio, comunicando all'interessato «*come una variazione a livello dei dati personali presi in considerazione avrebbe portato a un risultato diverso*» (punto 62). La Corte sembrerebbe aderire, pertanto, all'idea secondo cui, ai fini degli obblighi informativi sanciti dal GDPR, potrebbe essere sufficiente una c.d. spiegazione controfattuale, volta ad offrire ai soggetti interessati informazioni relative al più piccolo cambiamento che avrebbe dovuto essere apportato alla situazione reale per conseguire l'esito atteso o desiderato (ad es.: se Tizio avesse avuto un reddito di € 50.000, anziché di € 45.000, gli sarebbe stato concesso il credito che gli è stato invece negato). Si tratta, tuttavia, di un approccio piuttosto controverso, in quanto consente un'analisi meramente esterna del processo decisionale automatizzato (cioè, non basata sulla logica interna di funzionamento dell'algoritmo), inidonea a soddisfare concretamente i prescritti requisiti di significatività delle informazioni da trasmettere all'interessato (per la dimostrazione di tale assunto v. C. TABARRINI, *Comprendere la "Big Mind"*, cit., 577 ss.).

³⁰ In questo senso, dunque, le statuizioni della Corte di Giustizia divergono da quella giurisprudenza italiana secondo la quale l'interessato ha diritto a conoscere l'algoritmo (Cons. Stato, sez. VI, 13 dicembre 2019, n. 8472, in *Foro it.*, 2020, III, 340 e Cons. Stato, sez. VI, 8 aprile 2019, n. 2270, *ibidem*, 2019, III, 606, ove si riconosce il diritto di accesso anche al codice sorgente del *software* utilizzato dalla P.A.), anche ai fini della valida prestazione del consenso al trattamento dei propri dati personali (Cass., 10 dicembre 2023, n. 28358, in *Dir. fam. e delle persone*, 2023, 4, 1558, con nota di I. RAPISARDA, *Autodeterminazione informativa e trattamento algoritmico dei dati personali. Il caso del rating reputazionale*). Merita tuttavia

In prima battuta, dunque, la questione relativa alla conoscibilità dell'algoritmo è affrontata e risolta dalla Corte non con riferimento al citato problema del bilanciamento fra diritto d'accesso dell'interessato e diritto d'autore sul *software*, bensì in chiave di utilità (effettività) rispetto alle esigenze di trasparenza (intesa come leggibilità dell'*output* del sistema) e di tutela dei diritti individuali sancite dal GDPR. Il dato che non necessita di essere comunicato, in breve, è solo quello che risulta influente – per complessità e inintelligibilità - ai fini sopra indicati.

La Corte non esclude, tuttavia, che, per poter efficacemente ottemperare a quanto previsto dall'art. 15 cit., il titolare del trattamento si veda costretto a comunicare all'interessato alcuni dati di terzi protetti dal GDPR o dal segreto commerciale, per come tutelato dalla direttiva *know-how* (art. 2, punto 1, dir. 2016/943)³¹. Riemerge, quindi, il problema del conflitto fra interessi contrapposti, bisognosi di composizione.

Ebbene, con riferimento a tali circostanze, la Corte, muovendo dal presupposto che il diritto alla protezione dei dati personali non costituisce una prerogativa assoluta, ma va temperato con altri diritti, in ossequio al principio di proporzionalità³², afferma che dovrà essere il giudice nazionale (o l'autorità amministrativa) a valutare quali dati personali delle parti o di terzi debbano essergli comunicati, per consentirgli di ponderare, con cognizione di causa e nel rispetto del citato principio di proporzionalità, gli interessi in gioco. In altre parole,

precisare che, a differenza della giurisprudenza amministrativa, la Cassazione non esige l'ostensione del codice sorgente, focalizzandosi piuttosto sulla conoscibilità, ai fini dell'effettiva libertà e consapevolezza del consenso al trattamento dei dati, dello «*schema esecutivo dell'algoritmo*» e degli elementi di cui lo stesso si compone, con ciò alimentando il problema della difficile trasposizione di concetti matematico-informatici in linguaggio tecnico-giuridico.

³¹ Si noti, del resto, che, secondo il consulente tecnico nominato dal giudice del rinvio, per adempiere i propri obblighi la *D&B* avrebbe dovuto fornire all'interessata alcune informazioni minime, tra le quali, oltre ai dati personali trattati, «*la formula matematica alla base del calcolo che ha portato allo score controverso nel procedimento principale*», unitamente ad un «*elenco degli "scores" di persone ("scoring") per i sei mesi precedenti e i sei mesi successivi all'attribuzione dello "score" di CK e che sono stati ottenuti sulla base della stessa regola di calcolo*» (punti 24 e 25).

³² Come si evince dai considerando n. 4 e n. 63 del GDPR, nonché all'art. 23, par. 1, dello stesso Regolamento.

la portata del diritto di accesso dell'interessato dovrà essere stabilita, secondo le circostanze del caso, dall'autorità adita, che potrà autorizzare la divulgazione (integrale o parziale) a quest'ultimo di dati riservati, nei limiti in cui ciò non comporti un eccessivo e immotivato sacrificio dei diritti e delle libertà altrui (nella specie, la proprietà intellettuale e il segreto commerciale)³³.

Una soluzione che, sposando la logica del caso per caso, lascia evidentemente spazio a molte incertezze, ma che, al contempo, sembra aprire uno spiraglio verso il superamento di quello che potrebbe apparire come un grave limite alla tutela dei diritti dell'interessato: l'inconoscibilità, per ragioni di segretezza, dell'algoritmo preposto all'assunzione della decisione automatizzata. Dal tenore della pronuncia, infatti, si evince che l'algoritmo non *deve* essere necessariamente disvelato, in forza dell'art. 15 GDPR, ma *può* esserlo, qualora il giudice ritenga che ciò realizzi un equo bilanciamento degli interessi in conflitto.

5. I limiti normativi al credit scoring algoritmico. La direttiva UE 2023/2225 sul credito ai consumatori (CCD II)

Sia pure con i limiti sopra rappresentati, alle recenti decisioni della Corte di Giustizia va riconosciuto il merito di avere contribuito a delineare alcuni rilevanti aspetti dei processi decisionali interamente automatizzati e delle tutele spettanti alle persone fisiche interessate dal relativo trattamento dati.

Come accennato in premessa, tuttavia, il contributo interpretativo della Corte, per quanto utile in relazione a vicende (la frammentazione della catena produttiva delle attività di valutazione del merito creditizio) fino ad oggi caratterizzate da una certa opacità, va rapportato

³³ Nella prospettiva del bilanciamento di interessi contrapposti v. già F. BRAVO, *op. cit.*, 723-4, il quale ritiene, però, che «l'ostensione del codice sorgente è misura di eccessivo pregiudizio del diritto fondamentale alla proprietà intellettuale, che invece può essere bilanciato in maniera proporzionale con il principio di trasparenza attraverso obblighi di informazione alternativi (...), maggiormente funzionali a rendere edotto l'interessato della "logica" utilizzata nella decisione algoritmica, accompagnati dall'individuazione di adeguate conseguenze giuridiche in caso di violazione, che lo tutelino, sul piano rimediabile, dagli effetti negativi della decisione automatizzata a lui pregiudizievole».

ad un quadro normativo in evoluzione, che ha introdotto paletti non indifferenti rispetto alle attività di stima dell'affidabilità creditizia delle persone fisiche mediante strumenti algoritmici.

Al riguardo, il primo provvedimento normativo da prendere in considerazione è la nuova direttiva UE 2023/2225 sul credito ai consumatori (c.d. CCD II)³⁴.

Adottata con l'obiettivo di incrementare il livello di tutela dei consumatori e di agevolare la formazione di un mercato unico del credito, superando le carenze rilevate nella precedente direttiva 2008/48/CE, la CCD II tiene conto dei significativi sviluppi di mercato impressi dalle nuove tecnologie digitali e della diffusione di nuovi prodotti di credito, specie nell'ambiente *on line*, rispetto ai quali i consumatori necessitano di un livello di protezione adeguato e pienamente armonizzato.

Nell'ottica di promuovere «*pratiche responsabili in tutte le fasi del rapporto di credito*», la direttiva attribuisce ai creditori (*i.e.*, coloro che concedono credito nell'esercizio di un'attività commerciale o professionale) «*la responsabilità di verificare individualmente il merito creditizio dei consumatori*», utilizzando le informazioni da questi ultimi fornite non soltanto nella fase precontrattuale, ma anche nel corso di un rapporto di durata, esigendosi, evidentemente, che anche il mantenimento nel tempo della disponibilità del credito risponda a criteri di sostenibilità³⁵. Viene ancora una volta riaffermato, in sostanza, il principio del *prestito responsabile* (art. 18, par. 1)³⁶, a presidio del quale si stabilisce che, al fine di «*evitare pratiche irresponsabili in*

³⁴ Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE. Il termine di recepimento della CCD II è fissato al 20 novembre 2025, ma le disposizioni attuative si applicheranno a decorrere dal 20 novembre 2026.

³⁵ CCD II, considerando n. 53.

³⁶ Presente *in nuce* già nella dir. 2008/48/CE e rafforzato poi dalla dir. 2014/17/UE, il principio del prestito responsabile (inteso come finanziamento che sia, al contempo, profittevole per il creditore, in un'ottica di sana e prudente gestione, e sostenibile per il debitore) può essere declinato nelle diverse accezioni del *responsible borrowing* (con accento posto sul profilo dell'autoresponsabilità del debitore) e del *responsible lending* (ove si enfatizzi il dovere del creditore di concedere prestiti commisurati alla capacità restitutoria della controparte contrattuale). Sull'ambivalenza della nozione v. G. LIBERATI BUCCIANI, *Il merito creditizio del consumatore*, Milano, 2019, 20 ss., cui *adde* F. TRAPANI, *Art. 124-bis*, cit., 2019 ss.

materia di concessione di prestiti e sovraindebitamento» (art. 18, par. 1), l'erogazione del credito debba essere preceduta da (ed essere conforme a) una valutazione della capacità di rimborso del soggetto finanziato, basata su informazioni proporzionate, complete e accurate circa la sua situazione economico-finanziaria (art. 18, par. 3). Aspetti, questi, di cruciale importanza nell'ambito delle procedure di concessione dei finanziamenti al consumo, ai quali viene dedicato, difatti, l'intero Capo IV (*Valutazione del merito creditizio e accesso alle banche dati*).

Ai fini della presente indagine, i profili più rilevanti della nuova disciplina sono tuttavia rappresentati, innanzitutto, dall'individuazione delle categorie di dati che, in linea anche con gli *Orientamenti* EBA su concessione e monitoraggio dei prestiti³⁷, devono essere analizzati per formulare il giudizio di solvibilità del debitore: come già accennato, infatti, tali dati – ricavabili da fonti interne o esterne – sono quelli relativi al reddito e alle spese del consumatore, o, più genericamente, alla sua situazione economica e finanziaria (ad es., passività o impegni), ma non possono includere quelli di cui all'art. 9, par. 1, GDPR (i c.d. dati “sensibili”, come quelli relativi alla salute), né le informazioni tratte dai *social network*, non qualificabili come fonti esterne ai sensi della direttiva (art. 18, par. 3). Analogamente, è previsto che i dati di cui all'art. 9 cit. e i dati ottenuti dai *social network*, ove contenuti nelle banche dati consultabili dai creditori degli Stati membri ai fini della valutazione del merito creditizio, non possano essere trattati dai creditori medesimi, né dagli intermediari del credito (art. 19, par. 5).

Ne discende che, quanto meno nei limiti di applicazione della disciplina consumeristica, non saranno più consentiti sistemi di valutazione automatizzata del merito creditizio che sfruttino i *soft data* ottenuti dalle reti *social* (tanto più che tali dati non sarebbero nemmeno adeguatamente verificabili, per come prescritto, in termini generali, dall'art. 18, par. 3)³⁸. Previsione che appare evidentemente

³⁷ EBA/GL/2020/06 del 20 maggio 2020, in vigore dal 30 giugno 2021 (in part., punto 5 e All. 2).

³⁸ In dottrina è stata sottolineata l'ambiguità del disposto normativo, che si limiterebbe a “scoraggiare” l'utilizzo di certe categorie di dati ai fini della valutazione del merito creditizio (senza porre, quindi, un espresso divieto in tal senso), permettendolo, tuttavia, in presenza del consenso esplicito dell'interessato (E. CAPOBIANCO, *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 4,

incompatibile con le modalità operative di quei moderni metodi di *credit scoring* che si avvalgono, come già precisato, di dati e informazioni della più disparata natura e provenienza, comprese le tracce digitali lasciate dagli utenti dei *social media*³⁹.

Parimenti significative appaiono, poi, le disposizioni dell'art. 18, par. 8, contenenti un espresso riferimento alle valutazioni di merito creditizio effettuate mediante trattamento automatizzato di dati personali⁴⁰. In questi casi, invero, la direttiva riconosce in capo all'interessato un vero e proprio diritto ad una spiegazione, chiara e comprensibile, della valutazione algoritmica del merito creditizio (funzionale all'esercizio del diritto di chiedere un riesame della stessa, o della distinta decisione relativa alla concessione del credito), anticipando, sul punto, le statuizioni della Corte di Giustizia nel caso *D&B*. Tale disposizione risulta dunque allineata all'art. 22 GDPR, rispetto al quale si distingue, tuttavia, per un contenuto più esplicito, che consente di superare ogni dubbio circa il diritto del consumatore di ottenere una spiegazione chiara e intelligibile «della valutazione

1013-4). In effetti, anche volendo riconoscere – come a chi scrive pare preferibile, tenuto conto anche di quanto stabilito dall'art. 19, par. 5 - l'esistenza di un divieto di uso dei dati di cui all'art. 9, par. 1, GDPR e di quelli ricavabili dai *social network*, resterebbe da comprendere se il divieto stesso debba ritenersi assoluto (come sembra propenso a ritenere C.A. VALENZA, *Obbligo di valutazione del merito creditizio del consumatore*, cit., 277), o se possa essere superato dall'esplicito consenso al trattamento da parte dell'interessato (artt. 5 e 9, par. 2, lett. a), GDPR). La norma, ad ogni modo, consentirebbe l'uso, ai fini del *credit scoring* delle persone fisiche, di dati "alternativi" non tratti dai *social network*, sempre che gli stessi soddisfino i prescritti requisiti di accuratezza e attendibilità.

³⁹ V. *supra*, par. 1, nt. 2.

⁴⁰ La norma così recita: «Qualora la valutazione del merito creditizio comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali, gli Stati membri assicurano che il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano, che consiste nel diritto:

a) di chiedere ed ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato dei dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione;

b) di esprimere la propria opinione al creditore; e

c) di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte del creditore.

Gli Stati membri assicurano che il consumatore sia informato del diritto di cui al primo comma».

effettuata e del funzionamento del trattamento automatizzato applicato, compresi le principali variabili, la logica e i rischi inerenti»⁴¹.

Diritto sul quale ci soffermeremo ulteriormente, in quanto previsto anche dal secondo provvedimento normativo rilevante ai nostri fini: il Reg. (UE) 2024/1689 del 13 giugno 2024 sull'intelligenza artificiale, meglio noto come *AI Act*.

6. (Segue). Il Reg. (UE) 2024/1689 sull'intelligenza artificiale (AI Act)

Salutato come baluardo normativo contro i pericoli nascenti dal sempre più diffuso impiego dei sistemi di intelligenza artificiale, cui opporrebbe una visione antropocentrica accompagnata da un approccio *risk-based*⁴², anche l'*AI Act* si occupa dei sistemi di valutazione automatizzata del merito creditizio o dell'affidabilità creditizia delle persone fisiche, includendoli, come già accennato, tra quelli c.d. «*ad alto rischio*» (capaci, cioè, di produrre un significativo impatto negativo sulla salute, sulla sicurezza o sui diritti fondamentali delle persone). Tali sistemi di *scoring*, invero, sono in grado di determinare l'accesso delle persone alle risorse finanziarie o a servizi essenziali (alloggio, servizi di telecomunicazione, elettricità) e, se progettati o utilizzati in modo non corretto, possono portare all'esclusione finanziaria e alla discriminazione di singoli individui o di gruppi⁴³.

Ora, è noto che l'*AI Act* impone l'adozione di un'ampia serie di cautele attorno alla progettazione e al funzionamento dei sistemi ad alto

⁴¹ Considerando n. 56. Sottolinea M. PROTO, *Contrattazione tecnobancaria e gestione dei dati*, cit., 122-3, che il consumatore avrebbe diritto ad ottenere, ai sensi della CCD II, «non un generico contraddittorio come previsto dall'art. 22, par. 3, GDPR, ma la ripetizione della valutazione senza l'ausilio della macchina; al contempo, non solo "informazioni significative sulla logica utilizzata", come stabilito dall'art. 15, par. 1, lett. h), Gdpr, ma una preventiva, completa e non ambigua, illustrazione di essa».

⁴² Nella visione del legislatore europeo, invero, l'IA va considerata come una tecnologia a servizio della persona, in grado di aumentare il benessere degli esseri umani e di assicurare il rispetto degli interessi pubblici e dei diritti fondamentali (salute, sicurezza, ambiente, democrazia). L'approccio basato sul rischio, invece, implica l'adattamento delle regole all'intensità e alla portata dei rischi che possono essere generati dai sistemi di IA, al fine di creare un insieme proporzionato ed efficace di norme vincolanti.

⁴³ Considerando n. 58.

rischio, che includono, in particolare, la predisposizione di un sistema di individuazione, valutazione e gestione dei rischi, volto a permetterne l'eliminazione o l'attenuazione (art. 9); l'impiego di *set* di dati di addestramento, convalida e prova pertinenti, completi e quanto più possibile esenti da errori, soggetti a misure di *governance* idonee a prevenire o attenuare eventuali distorsioni (art. 10); un grado di trasparenza tale da consentire al *deployer* (: chi utilizza il sistema di IA sotto la propria autorità, al di fuori di un'attività personale non professionale) di interpretare l'*output* del sistema e di utilizzarlo adeguatamente (art. 13); la sorveglianza da parte di una persona fisica, che possa monitorare il funzionamento del sistema, interpretarne correttamente l'*output* e intervenire, all'occorrenza, decidendo di ignorarlo, annullarlo o ribaltarlo, o di arrestare il sistema in condizioni di sicurezza (art. 14); la valutazione dell'impatto del sistema sui diritti fondamentali delle persone (c.d. FRIA), in chiave di prevenzione di possibili abusi o discriminazioni (art. 27); infine, il diritto dell'interessato, ove non previsto da altre norme del diritto dell'Unione, di ottenere una spiegazione chiara e significativa del ruolo svolto dal sistema ad alto rischio in una specifica procedura decisionale e dei principali elementi della decisione adottata (art. 86).

In breve, consapevole della pericolosità dei sistemi di IA ad alto rischio, il legislatore prevede una serie di misure volte a neutralizzarne, per quanto possibile, gli effetti nocivi, richiedendo, a monte del loro impiego, l'uso di dati che soddisfino specifici requisiti di qualità e il ricorso ad una struttura quanto più possibile comprensibile e trasparente, oltre all'adozione di apposite misure di prevenzione e gestione dei rischi; a valle, l'intelligibilità dell'*output* del sistema, che il *deployer* deve poter correttamente interpretare (anche per stabilire se avvalersene o meno, o se capovolgerlo), nonché saper spiegare, nei suoi elementi principali, al soggetto interessato da una decisione adottata sulla scorta di quell'*output*. E si badi che non si tratta certo di meri adempimenti formali: nell'impianto del Regolamento, il mancato rispetto di detti requisiti, anche in punto di trasparenza e decifrabilità delle decisioni, precluderebbe la commercializzazione dei sistemi non conformi, impedendone l'ingresso sul mercato⁴⁴.

⁴⁴ Sul punto, da ultimo, A.M.G. GALATO, *Credit scoring e trasparenza algoritmica*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 1, 40-1.

Premesso quanto sopra, ciò che interessa qui evidenziare è che, con riferimento a sistemi automatizzati come quelli di *credit scoring* algoritmico, viene ulteriormente ribadita la necessità che le decisioni adottate sulla scorta di questi ultimi siano rese comprensibili al diretto interessato⁴⁵, anche per consentirgli un utile esercizio dei diritti e dei mezzi di tutela, comprese le azioni di tipo risarcitorio, allo stesso riconosciuti dal diritto dell'Unione.⁴⁶

Ancora una volta, in altri termini, la logica seguita dal legislatore è quella della prevalenza dell'uomo sulla macchina, non potendosi ammettere che la persona – privata delle difese che solo la conoscenza è in grado di assicurarle – resti succube dell'apparato tecnologico. Solo alle condizioni sopra illustrate, d'altronde, si può scongiurare il dominio della tecnologia sull'essere umano (la famigerata “tirannia dell'algoritmo”⁴⁷), evitando che quest'ultimo divenga materia passiva di decisioni artificiali e non contestabili, con evidente ed inaccettabile mortificazione del fondamentale valore della dignità umana⁴⁸.

⁴⁵ Non v'è modo di approfondire, in questa sede, il rapporto fra le previsioni dell'*AI Act* e del GDPR (in arg., P. FALLETTA, A. MARSANO, *Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali: il rapporto tra Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale e GDPR*, in *Riv. it. inform. e dir.*, 2024, 119 ss.), bastando qui evidenziare che il diritto alla spiegazione *ex art. 86 AI Act* si applica solo in via residuale, ove non previsto già da altre disposizioni, come ad es. l'art. 22 GDPR. Sui problemi derivanti dalla coesistenza di due distinti diritti alla spiegazione delle decisioni algoritmiche, non applicabili simultaneamente, v. A.G. GRASSO, *Decisioni automatizzate e merito creditizio*, cit., 742.

⁴⁶ Considerando n. 9: «(...) Le norme armonizzate stabilite nel presente regolamento dovrebbero applicarsi in tutti i settori e, in linea con il nuovo quadro legislativo, non dovrebbero pregiudicare il vigente diritto dell'Unione, in particolare in materia di protezione dei dati, tutela dei consumatori, diritti fondamentali, occupazione e protezione dei lavoratori e sicurezza dei prodotti, al quale il presente regolamento è complementare. Di conseguenza, restano impregiudicati e pienamente applicabili tutti i diritti e i mezzi di ricorso previsti da tali disposizioni di diritto dell'Unione a favore dei consumatori e delle altre persone su cui i sistemi di IA possono avere un impatto negativo, anche in relazione al risarcimento di eventuali danni a norma della direttiva 85/374/CEE del Consiglio».

⁴⁷ M. BENASAYAG, *La tirannia dell'algoritmo*, Milano, 2020.

⁴⁸ R. MESSINETTI, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale*, cit., 892.

7. *L'irrealizzabilità pratica del diritto alla spiegazione in caso di ricorso a tecniche di machine learning*

Quest'ultimo rilievo tradisce, tuttavia, le già rilevate difficoltà pratiche con le quali si scontrano i sistemi di *credit scoring* algoritmico nell'attuale contesto normativo.

Come prontamente rilevato in dottrina, invero, il diritto alla spiegazione della decisione algoritmica, stabilito per via normativa (e sancito, da ultimo, anche in sede giurisdizionale), rischia di essere frustrato dalle tecnologie alla base dei moderni sistemi di valutazione del merito creditizio, che rendono di fatto indecifrabile il risultato del processo decisionale automatizzato. In particolare, i sistemi di intelligenza artificiale per il *credit scoring* basati sul *machine learning* si fondano su una logica inferenziale di tipo induttivo⁴⁹, che, com'è noto, permette loro di ricavare un determinato *output* (previsione di insolvenza), a partire da certi dati in ingresso, secondo meccanismi di autoapprendimento che, in quanto tali, non sono predefiniti dai programmatori, né possono essere da questi ultimi ricostruiti *ex post*⁵⁰. La macchina, in altri termini, estrae conoscenza per inferenza sulla base dei dati disponibili, selezionando in modo autonomo le variabili rilevanti e individuando tra le stesse relazioni anche non lineari (e dunque, non note e talora prive di reale interdipendenza), che le consentono di giungere alla formulazione di una certa conclusione⁵¹.

⁴⁹ AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring*, cit., 14 ss. Un modello alternativo al *machine learning* è l'*automated reasoning*, basato però su un approccio di tipo deduttivo e non induttivo.

⁵⁰ D'obbligo, al riguardo, il riferimento a F. PASQUALE, *The Black Box Society. The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard Univ. Press, 2015.

⁵¹ Lo chiarisce bene D. IMBRUGLIA, *Le presunzioni delle macchine e il consenso dell'interessato*, cit., 927: «In particolare, mediante uno degli approcci della tecnica di machine learning, un software informatico analizza automaticamente i dati raccolti (capta), procedendo all'elaborazione per inferenza della correlazione (pattern recognition) che costituirà la sequenza (algoritmo, pattern, regola, modello) poi impiegata per la formulazione di una certa conclusione (output). Questa modalità di elaborazione dell'algoritmo differisce da quella dei software c.d. tradizionali, giacché, mentre in questi l'algoritmo necessario all'estrazione automatizzata dell'output precede l'analisi dei dati ed è inserito dal programmatore, nell'ipotesi di un software informatico di machine learning l'algoritmo è elaborato mediante l'analisi automatica dei dati raccolti».

La pretesa di spiegare una decisione adottata seguendo percorsi logici sostanzialmente imperscrutabili, pertanto, appare puramente illusoria, poiché, anche se fossero illustrate all'interessato le regole generali e astratte che presiedono al funzionamento del sistema, risulterebbe comunque preclusa, a causa dei limiti di carattere tecnologico cui si è appena fatto cenno, la possibilità di rappresentare come e perché quest'ultimo sia giunto ad uno specifico risultato. A dispetto delle recenti statuizioni della Corte di Giustizia, dunque, risulta estremamente difficoltoso (se non impossibile), in tali casi, riuscire a individuare ed esplicitare le motivazioni che sorreggono effettivamente il singolo provvedimento algoritmico, fornendo all'interessato informazioni chiare e comprensibili sui criteri, i parametri e le variabili utilizzati dal sistema decisionale automatizzato. Ciò non significa, beninteso, che l'*output* del sistema stesso non possa essere razionale, preciso o affidabile; significa, semmai, che lo stesso non può essere compreso e spiegato a fondo, per come invece richiesto dal diritto europeo.

Ne consegue che un trattamento automatizzato di dati che sfoci nella formulazione di uno *scoring* creditizio non spiegabile nei termini sopra illustrati non può che essere ritenuto illecito. Vale la pena ribadire, del resto, che, nell'attuale contesto normativo, la tutela dei diritti fondamentali della persona è affidata ad un divieto generale di processi decisionali interamente robotizzati, derogabile, in via eccezionale, solo al ricorrere di specifiche condizioni e, comunque, garantendo all'interessato adeguate forme di tutela, tra le quali spicca il diritto di ottenere una spiegazione della decisione che incide sulla sua sfera personale, per potere poi muovere eventuali contestazioni. L'irrealizzabilità pratica di tale diritto comporta, quindi, la "reviviscenza" del divieto generale⁵², a meno che non si voglia ritenere – in spregio all'impostazione di fondo del GDPR, come anche dei più recenti provvedimenti normativi cui si è fatto cenno – che la persona umana possa restare assoggettata al potere decisionale assoluto della macchina, senza alcuna possibilità di controllo e di reazione. Una

⁵² Così, R. MESSINETTI, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale*, cit., 890-1, secondo la quale la decisione non spiegabile (e quindi adottata in esito ad un trattamento dati illecito, perché privo delle necessarie garanzie per la persona soggetta al processo decisionale) è da ritenere inefficace nei confronti dell'interessato.

prospettiva evidentemente inaccettabile, perché esporrebbe l'individuo al rischio di arbitrarie e incontestabili valutazioni incidenti sulla sua sfera soggettiva, in nome di una maggiore efficienza ed affidabilità delle decisioni algoritmiche, che, come vedremo più avanti (par. 9), è tutt'altro che dimostrata.

8. *Un ulteriore limite normativo: le disposizioni in materia di outsourcing delle funzioni bancarie*

Il novero delle problematiche giuridiche che riguardano il *credit scoring* algoritmico non si esaurisce nelle sole questioni di compatibilità con le disposizioni in materia di trattamento automatizzato dei dati e di intelligenza artificiale. Vi è un ulteriore elemento, probabilmente sottovalutato negli studi sul tema, che merita di essere preso in considerazione.

I casi *Schufa* e *D&B*, invero, testimoniano come, nell'attuale realtà di mercato, le nuove e più sofisticate metodologie di *creditworthiness assessment* siano perlopiù nella disponibilità di enti non autorizzati all'esercizio del credito (*start-up*, piattaforme digitali, società di informazione creditizia, ecc.), sulle cui valutazioni professionali gli intermediari fanno ampio affidamento, ai fini delle decisioni relative alla concessione dei finanziamenti alla propria clientela⁵³. In tali casi si configura, pertanto, un'ipotesi di esternalizzazione di funzioni (*outsourcing*) in favore di soggetti dotati di elevate capacità tecnologiche, riconducibile, su un piano più generale, ai noti fenomeni di frammentazione della catena del valore tradizionale che caratterizzano l'ecosistema del *FinTech*⁵⁴.

La diffusione di tali forme operative induce a domandarsi entro quali limiti sia lecito, alla luce delle vigenti disposizioni relative all'*outsourcing* delle funzioni aziendali di banche e intermediari

⁵³ Cfr. G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0*, cit., 74 ss.

⁵⁴ In arg., A. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in G. FINOCCHIARO, V. FALCE (diretto da), *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Bologna, 2019, 205. Sul fenomeno dell'*unbundling* nel settore finanziario v. A. SCIARRONE ALIBRANDI ET AL., *Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in CONSOB, *Quaderni FinTech*, 2019, 5, 245; G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 4 ss.

finanziari, l'affidamento a soggetti terzi, da parte dell'ente che concede il finanziamento, di attività che si rivelano determinanti rispetto alle scelte imprenditoriali di erogazione del prestito.

Al riguardo, giova infatti rammentare che nell'attuale contesto normativo si ammette, sia pure con specifiche cautele e limitazioni, la possibilità per le banche e gli intermediari finanziari di affidare a soggetti estranei all'organizzazione aziendale anche compiti «*essenziali o importanti*» (artt. 51, comma 1-*quinquies* e 108, comma 4-*ter*, TUB), tra i quali potrebbero in linea di principio annoverarsi, in ragione della loro cruciale rilevanza ai fini di un corretto svolgimento dell'attività (riservata) di erogazione dei finanziamenti, anche quelli di *credit scoring* o, più ampiamente, di *creditworthiness assessment*.

Il problema sorge, nondimeno, a causa dell'assenza, nell'ambito della normativa di settore, di una puntuale definizione dei limiti relativi all'esternalizzazione di compiti e funzioni attinenti al *core business* degli intermediari, specie se bancari. Basti osservare, per un verso, che le *Disposizioni di vigilanza* per le banche, dopo aver operato un richiamo agli orientamenti EBA in materia di *outsourcing* (EBA/GL/2019/02), precisano che, attraverso l'esternalizzazione, l'ente creditizio non può delegare le proprie responsabilità o quelle degli organi aziendali, mettere a repentaglio il rispetto della disciplina di vigilanza o violare le riserve di attività previste dalla legge⁵⁵, così individuando i criteri generali che delineano gli spazi di ammissibilità dell'*outsourcing*; per l'altro, che dalle *Disposizioni* medesime è stato espunto, con il 34° aggiornamento del 22 settembre 2019, l'espresso divieto di esternalizzazione di attività rientranti tra gli «*aspetti nevralgici del processo di erogazione del credito*» (tra le quali, in particolare, quelle di valutazione del merito creditizio), legittimando un'interpretazione della normativa in termini di tendenziale apertura verso l'*outsourcing* delle attività di *credit scoring*⁵⁶.

⁵⁵ Banca d'Italia, Circ. n. 285/13, Titolo IV, Cap. 3, Sez. IV.

⁵⁶ In questo senso G. FALCONE, *Profili problematici dell'esternalizzazione di funzioni ed attività "tipiche" da parte degli intermediari del mercato finanziario*, in R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, 284 ss., ove si biasima altresì l'assenza di criteri univoci, in punto di esternalizzabilità di attività cruciali come quelle di valutazione del merito creditizio, malgrado il sempre più frequente ricorso, nella prassi, a sistemi di *scoring* esterni all'ente erogante.

In presenza di un quadro regolamentare non privo di ambiguità, unica ipotesi pacificamente ammissibile è quella dell'affidamento a terzi di attività di elaborazione del profilo di rischio dei clienti meramente strumentali all'espletamento dei processi creditizi, là dove il controllo e la responsabilità dei medesimi restino in capo alla banca⁵⁷. Ben più dubbia appare, per converso, la legittimità dell'esternalizzazione di operazioni di valutazione del merito creditizio, accompagnata dall'attribuzione al terzo di poteri *sostanziali* di delibera di concessione del prestito, non essendo concepibile, sul piano generale, una delega integrale di responsabilità, tale da comportare un totale "svuotamento" del ruolo decisionale dell'intermediario (con conseguente incremento dei rischi di natura prudenziale a carico di quest'ultimo e, in via indiretta, dell'intero sistema finanziario)⁵⁸.

Più dettagliata, invece, è la normativa relativa agli intermediari *ex art.* 106 TUB. Per questi ultimi, invero, vige sì il divieto di esternalizzare attività che rientrino tra i compiti degli organi aziendali o che riguardino aspetti nevralgici del processo di erogazione del credito (Banca d'Italia, Circ. n. 288/13, Titolo III, Cap. 1, Sez. V), ma: *i*) si ammette, a certe condizioni, la possibilità di affidare a soggetti che compongono la rete distributiva dell'intermediario compiti istruttori (comprese attività inerenti allo *scoring* e alla valutazione del merito creditizio); *ii*) si precisa che l'eventuale attribuzione di poteri deliberativi possa avvenire, nel rispetto di procedure concordate con il delegante e sotto il controllo di quest'ultimo, esclusivamente in favore di banche e intermediari finanziari (Titolo III, Cap. 1, Sez. VII). Tali previsioni, che – a differenza di quelle relative alle banche – contemplano espressamente l'eventualità di affidare all'esterno anche le attività di valutazione del merito di credito, denotano tuttavia il carattere frammentario e poco lineare del quadro normativo complessivo.

⁵⁷ Si tratterebbe, in questo caso, di attività non assoggettata a riserva di legge (*sub specie* di esercizio del credito), sicché il soggetto che prestasse tale servizio in favore di intermediari bancari e finanziari non sarebbe obbligato a rispettare il gravoso regime prudenziale posto a carico di questi ultimi. Resterebbero applicabili, nondimeno, sia le disposizioni in materia di *outsourcing* (ad es., in tema di diritti di accesso, di informazione e di indagine spettanti agli enti creditizi e alle autorità competenti nei confronti dei terzi fornitori di servizi: art. 65, par. 3, dir. 2013/36/UE, nonché EBA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, cit., punto 13.3), sia le norme del Reg. (UE) 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (DORA), in quanto riferibili anche ai fornitori di servizi di IA, nell'ampio contesto della gestione dei rischi ICT per il settore finanziario.

⁵⁸ In assenza di specifiche disposizioni, è stato ipotizzato, in dottrina, che una delega delle decisioni di affidamento, senza previsione di alcun passaggio autorizzativo sostanziale presso l'intermediario, possa anche avere luogo, ma solo verso soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività creditizia. Guiderebbero in tale direzione i citati orientamenti EBA in materia di *outsourcing*, secondo i quali

Una conclusione che, tuttavia, per certi versi stride con l'attuale realtà operativa, quale presa in esame nel caso *Schufa*: l'assoggettamento delle società fornitrici di *scoring* creditizi agli obblighi previsti dall'art. 22 GDPR, invero, deriva proprio dalla considerazione del significativo ruolo dalle stesse svolto rispetto alle decisioni di concessione o diniego del prestito, adottate dall'intermediario autorizzato sulla scorta dei giudizi delle prime.

Va da sé che le regole in materia di *outsourcing* sono ispirate da finalità prudenziali del tutto estranee alle disposizioni in materia di tutela dei dati personali e che, pertanto, la medesima attività (nella specie, il *credit scoring* algoritmico) può essere riguardata da angolazioni diverse, con approcci ed esiti interpretativi non necessariamente coincidenti, giustificati dalla diversità degli obiettivi che ciascun provvedimento mira a conseguire (contenimento dei rischi di instabilità, in un caso; tutela dell'identità personale, nell'altro).

Eppure, balza agli occhi la contraddittorietà di un contesto regolatorio nel quale si ammette, per un verso, che gli intermediari possano avvalersi dei servizi di *credit scoring* offerti da terzi, a condizione che i primi mantengano il controllo e la responsabilità delle attività delegate, in ossequio a prioritarie esigenze di sana e prudente gestione; per l'altro, si relegano gli intermediari medesimi nella posizione di meri recettori di decisioni che, di fatto, si reputano assunte altrove, riconoscendo comunque ai pronostici di solvibilità elaborati e forniti dai terzi l'attitudine ad incidere in modo determinante sulla persona profilata (con conseguente applicazione delle tutele predisposte dalla normativa sulla *privacy*).

l'esternalizzazione di funzioni relative all'attività bancaria (tra le quali andrebbero inclusi anche quei sistemi di *scoring* che esauriscano il processo decisionale di erogazione del credito), nella misura in cui la *performance* delle medesime richieda un'autorizzazione, può avvenire solo a favore di soggetti autorizzati. In tal modo, peraltro, potrebbero esercitarsi poteri diretti di vigilanza e di *enforcement* nei confronti di soggetti la cui operatività rappresenterebbe, specie in assenza di controlli, potenziale fonte di instabilità per l'intero sistema (L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente"*, cit., 499-500).

9. Considerazioni conclusive. Quale futuro per il credit scoring algoritmico?

Le osservazioni fin qui svolte ci consegnano l'immagine di un *framework* normativo all'interno del quale il *credit scoring* algoritmico sembra trovare spazi di operatività sempre più risicati.

Invero, la difficoltà di rispettare l'obbligo di spiegazione della decisione algoritmica, per come delineato anche per via giurisprudenziale, frapponendo seri ostacoli all'impiego di molti dei sistemi di valutazione automatizzata del merito creditizio diffusi nella prassi, aggravati anche dal divieto di utilizzare, quanto meno nelle operazioni di credito al consumo, i dati rivenienti dai *social network*. (o, comunque, dati privi dei prescritti requisiti di pertinenza e accuratezza). Inoltre, le regole (europee e nazionali) sull'esternalizzazione di compiti e funzioni degli intermediari sollevano ulteriori dubbi sull'affidamento a terzi di compiti che rivestono così grande importanza nell'ambito dei processi aziendali di erogazione del credito (*i.e.*, nel contesto di attività riservate agli enti creditizi e finanziari).

Ebbene, a fronte di previsioni così stringenti, sorge spontaneo domandarsi se e quanto possa risultare opportuna la compressione dei margini operativi delle anzidette modalità di *scoring*, tenuto conto dell'utilità che le stesse possono rivestire, per banche e altri intermediari, ai fini di una valutazione del merito creditizio della clientela quanto più possibile accurata e attendibile⁵⁹. Obiettivo, questo, che risulta funzionale - giova ripeterlo - non soltanto all'interesse delle parti del singolo contratto di finanziamento, ma anche al buon funzionamento dell'intero sistema creditizio, siccome basato su meccanismi di corretta ed efficiente allocazione delle risorse finanziarie, il cui presupposto non può che essere rappresentato da una scrupolosa valutazione della solvibilità dei debitori. In altri termini, rinunciare alle forme operative sopra descritte potrebbe equivalere a vanificare, in consistente misura, le opportunità che il progresso

⁵⁹ AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring*, cit., 14, ove si rileva come, secondo alcuni studi, l'utilizzo di avanzate tecniche di *machine learning* comporti un netto miglioramento delle previsioni di *default* rispetto ai modelli statistici tradizionali, basati su stime econometriche.

tecnologico può mettere a servizio dell'efficiente funzionamento del sistema bancario e finanziario⁶⁰.

Ora, al di là delle evidenti problematiche di ordine giuridico ingenerate, nello svolgimento di simili attività, dall'uso massiccio dei dati personali⁶¹, va comunque dato atto che mancano, allo stato dell'arte, dati empirici sufficientemente consolidati, in grado di confermare i presunti benefici, connessi alla maggiore efficienza e affidabilità delle previsioni, del *credit scoring* algoritmico. Al contrario, la reale utilità delle nuove metodologie di *scoring* è difficilmente misurabile, posto che – com'è noto - gli indubbi vantaggi rivenienti dall'uso dell'intelligenza artificiale rischiano di essere annullati, quanto meno in parte, da altrettanti rischi e criticità.

A favore delle più evolute tecniche di *credit scoring*, ad es., si assume che la più approfondita conoscenza dei soggetti valutati, dovuta alla maggiore disponibilità di informazioni sul loro conto e alla capacità dell'algoritmo di mettere in correlazione grandi quantità di dati, di eterogenea natura e consistenza (*hard data* e *soft data*), amplierebbe la possibilità di accesso al credito anche in favore dei soggetti *unbanked*, favorendo l'inclusione finanziaria di coloro che non abbiano intrattenuto pregressi rapporti col sistema bancario (e che non sarebbero dunque valutabili con i metodi tradizionali, in quanto privi, del tutto o in parte, di una storia creditizia). Nel campo in esame, inoltre, il ricorso all'intelligenza artificiale agevolerebbe l'offerta di prodotti ritagliati sulle specifiche caratteristiche ed esigenze del cliente, riducendo considerevolmente il rischio di inadempimento degli obblighi restitutori nascenti dal finanziamento⁶². L'accuratezza delle previsioni,

⁶⁰ E non solo del mercato bancario e finanziario: il caso *D&B* dimostra, invero, che i giudizi sull'affidabilità creditizia delle persone vengono forniti, da operatori specializzati nello *scoring*, anche ad enti diversi da quelli del settore creditizio, per es. a società che offrono servizi di telecomunicazioni o di fornitura di energia.

⁶¹ Si pensi, oltre che alle già rilevate questioni in materia di tutela della *privacy*, alle notevoli ripercussioni sotto il profilo dell'autodeterminazione degli individui, condizionati nel loro agire quotidiano dalla consapevolezza che qualunque traccia digitale dagli stessi lasciata potrebbe incidere, in modo più o meno consistente, anche sul loro merito creditizio.

⁶² Da questo punto di vista, peraltro, la maggiore accuratezza delle previsioni algoritmiche di solvibilità garantirebbe un maggiore rispetto del principio del prestito responsabile, assicurando quella valutazione *individuale* (e non già mediante

legata alla maggiore valenza informativa dei dati raccolti, si tradurrebbe, infine, nella riduzione dei tempi di erogazione del credito e nell'applicazione di tassi di interesse più contenuti, con ricadute positive, ancora una volta, in termini di inclusione finanziaria.

Per converso, si obietta che l'algoritmo – nelle ipotesi di *biases* nei dati impiegati, di difetti di programmazione del *software* o di uso di modelli non adeguatamente testati - potrebbe produrre risultati arbitrari o erronei (falsi positivi o falsi negativi), o dare luogo ad ingiuste discriminazioni (determinando, ad es., l'esclusione dai circuiti finanziari di soggetti appartenenti a specifiche categorie sociali, vittime di pregiudizi storici o statistici). Ancora, è stato evidenziato come l'accurata profilazione del cliente possa sfociare in condotte aggressive o opportunistiche da parte degli intermediari (che potrebbero applicare prezzi personalizzati, là dove venisse individuata una certa propensione a sostenere un costo più elevato per l'erogazione del prestito, o approfittare dell'accertata condizione di vulnerabilità economica o culturale di determinati soggetti, per indurli ad acquistare alcuni prodotti in luogo di altri), a discapito della clientela e, in più ampia ottica, della stabilità sistemica⁶³.

Il quadro, in sostanza, presenta luci e ombre, che impediscono di formulare un giudizio univoco sull'efficacia delle procedure automatizzate di valutazione della meritevolezza di credito.

Un solo dato è certo, dunque: perseguendo il condivisibile obiettivo di tutelare i diritti fondamentali della persona, i più recenti provvedimenti normativi (CCD II e *AI Act*) e giurisprudenziali finiscono col restringere notevolmente i margini di operatività delle attività in esame, con il rischio di privare il mercato di strumenti (non soltanto già molto utilizzati nella prassi, ma) potenzialmente assai preziosi, dati i vantaggi ricavabili, in teoria, dalle loro affinate capacità predittive. E in un contesto economico-sociale in cui l'accesso al credito risulta spesso determinante, per ampie fasce della popolazione, ai fini della realizzazione di bisogni essenziali (l'acquisto di un'abitazione, la fruizione di servizi basilari o l'accesso a cure mediche o prestazioni

procedure standardizzate) del merito creditizio richiesta dall'art. 124-bis TUB (F. MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica*, cit., 53).

⁶³ Per questi ed altri aspetti si rinvia alle opere citate *supra*, nt. 2.

sanitarie), dotati finanche di rilevanza costituzionale, un limite siffatto non può essere sbrigativamente liquidato come del tutto irrilevante.

Insomma, il problema del bilanciamento tra tutela dei diritti della persona ed efficiente funzionamento del mercato del credito non sembra ancora giunto ad un punto di equilibrio ottimale.

Si avverte la necessità, invero, di soluzioni certe e ponderate, non potendo considerarsi del tutto soddisfacenti quelle proposte che fanno ricorso, quale chiave di dosaggio del sistema, a clausole generali o a generici criteri di flessibilità nell'interpretazione della normativa di riferimento⁶⁴: il conflitto fra gli interessi sopra indicati non può essere risolto facendo eccessivo affidamento su concetti per natura vaghi e indeterminati, la cui applicazione potrebbe anche garantire soluzioni modulate sulle caratteristiche del singolo caso, ma rischierebbe di sconfinare in esiti disomogenei, se non anche arbitrari.

In dottrina, è stato giustamente osservato che la via intrapresa per non vanificare le tutele offerte dai descritti presidi normativi in punto di trasparenza algoritmica è quella dell'efficientamento dei processi e dell'istituzione di meccanismi preordinati a governare il rischio di opacità, con azioni concentrate, dunque, sul piano della *compliance* agli obblighi regolamentari come strumento di prevenzione dei rischi tipici dell'impresa⁶⁵. Ed in questo senso vanno lette anche le disposizioni dell'*AI Act* in materia di sorveglianza umana (art. 14), quale principio volto ad assicurare agli interessati «una tutela più ampia e incisiva di quella prevista dall'art. 22 GDPR, ove “il diritto di ottenere l'intervento umano” non è assistito da misure che ne assicurino concretamente l'effettività».⁶⁶

Eppure, al di là della formale imposizione di obblighi informativi e di trasparenza, nonché di misure di tipo organizzativo volte alla prevenzione/gestione dei rischi connessi all'impiego dei sistemi di intelligenza artificiale, persiste, sul piano concreto, la difficoltà di assicurare una piena ed effettiva comprensione dei processi decisionali

⁶⁴ V., ad. es., I. RAPISARDA, *Autodeterminazione informativa e trattamento algoritmico dei dati personali*, cit., 1588.

⁶⁵ M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, cit., 191.

⁶⁶ P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *op. cit.*, 858, secondo i quali le regole di trasparenza introdotte dall'*AI Act*, unitamente al principio di sorveglianza umana, non lascerebbero molto spazio ai sistemi che si configurino come *black box*.

di *machine learning*, garantendo l'auspicato passaggio dall'avversata logica della *black box* a quella della *glass box*.

Si può sperare che un aiuto determinante possa giungere, nel prossimo futuro, dal miglioramento delle tecniche di c.d. *eXplainable AI (XAI)*, la cui implementazione permetterebbe di integrare il risultato primario dell'algoritmo di *machine learning* con un insieme di interpretazioni e spiegazioni relative alle logiche di funzionamento del modello⁶⁷. Se è vero, d'altronde, che il grado di spiegabilità intrinseca dei diversi algoritmi di *machine learning* è inversamente proporzionale alle relative capacità predittive (nel senso che esso tende a diminuire all'aumentare di tali capacità), il ricorso a evoluti metodi di *XAI* potrebbe ridurre il divario tra spiegabilità e accuratezza della previsione, superando il problema dell'opacità di certi sistemi decisionali⁶⁸. Da alcuni studi emerge, del resto, la realizzabilità sul piano tecnico di modelli totalmente interpretabili, anche nello specifico ambito del *credit scoring*⁶⁹.

Fin quando ciò non si verificherà, tuttavia, la soluzione pare obbligata: non potranno essere utilizzati sistemi di elaborazione dei dati «in cui i procedimenti interni non possano essere completamente controllati o tradotti in forme umanamente comprensibili e rispettose di uno standard di intelligibilità parametrato al livello medio di un soggetto interessato non esperto, anche se ciò potrebbe comportare la necessità di pagare il prezzo di un rallentamento dello sviluppo tecnologico»⁷⁰.

D'altra parte, come condivisibilmente osservato in dottrina, in un ordinamento costituzionale e democratico, fondato, in quanto tale, sulla centralità della persona umana, il costo dell'efficienza del sistema non

⁶⁷ A. ABUSITTA, M.Q. LI, B.C.M. FUNG, *Survey on Explainable Ai: Techniques, Challenges and Open Issues*, 2024 (<https://ssrn.com/abstract=4710037>); M. SCHMITT, *Explainable Automated Machine Learning for Credit Decisions: Enhancing Human Artificial Intelligence Collaboration in Financial Engineering*, 2024 (<https://ssrn.com/abstract=4716847>).

⁶⁸ AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring*, cit., 15.

⁶⁹ C. RUDIN, J. RADIN, *Why are we using black box models in AI when we don't need to? A lesson from an explainable AI competition*, in *Harvard Data Science Review*, 2019, 1-9; E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di scoring creditizio*, in *Dir. inf.*, 2024, 1, 115-6, ove ulteriori riferimenti.

⁷⁰ C. TABARRINI, *op. cit.*, 594.

può essere in nessun caso rappresentato da una «*nuova vulnerabilità della persona digitalizzata*»⁷¹.

⁷¹ R. MESSINETTI, *op. cit.*, 891.

La gestione “ordinata” del dissesto assicurativo

SOMMARIO: 1. Il contesto normativo europeo: la peculiarità e rilevanza del settore assicurativo e della sua stabilità. – 2. Obiettivi e principali contenuti della IRRD – 3. Ambito applicativo, principio di proporzionalità e designazione delle autorità di risoluzione. – 4. La fase preparatoria: pianificazione del risanamento e della risoluzione, cooperazione inter-autorità. – 5. «Condizioni» e... – 6... «strumenti» per la gestione “ordinata” del dissesto assicurativo. – 7. Poteri delle autorità di risoluzione, continuità operativa e tutela contrattuale. – 8. *Governance* multilivello e meccanismi di coordinamento nella risoluzione dei gruppi assicurativi: cenni. – 9. La cooperazione internazionale nella risoluzione assicurativa. – 10. Il sistema sanzionatorio e il ruolo dell’EIOPA nella promozione della trasparenza e della convergenza applicativa. – 11. Integrazione normativa e coordinamento tra la IRRD e il quadro giuridico dell’Unione: l’armonizzazione intersettoriale. – 12. Sul confronto tra crisi bancarie e crisi assicurative anche alla luce del “*Crisis management and deposit insurance framework*”. – 13. Il contributo del settore (ri)assicurativo alla stabilità del sistema finanziario europeo.

1. Il contesto normativo europeo: la peculiarità e rilevanza del settore assicurativo e della sua stabilità

Negli ultimi anni, l’Unione Europea (UE) ha compiuto notevoli progressi nel rafforzamento del quadro normativo volto a garantire la stabilità dei mercati finanziari e la tutela dei consumatori: sebbene l’attenzione iniziale si sia concentrata principalmente sul settore bancario, attraverso l’adozione della c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD)¹, è poi emersa progressivamente la necessità di

¹ «Direttiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio» (di seguito BRRD). Il quadro normativo per il settore bancario, oltreché dalla sopracitata BRRD è stato delineato anche dal Regolamento (UE) 2014/806, che fissa norme e procedure uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, definendo la struttura del Comitato di Risoluzione Unico (SRB), nell’ambito del Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism Regulation*, SRMR) e del Fondo di risoluzione unico (*Single Resolution Fund*, SRF), istituito dalla BRRD (recepita con i d.lgs. 180/2015 e 181/2015, quest’ultimo modificativo del TUB). Le norme primarie sono

affrontare in maniera sistematica le potenziali crisi nel settore assicurativo, altrettanto cruciale per la resilienza del sistema economico europeo. È proprio in tale contesto che deve collocarsi la c.d. *Insurance*

poi state completate da norme attuative (*Regulatory Technical Standards e Implementing Technical Standards*) emanate dalla Commissione europea su proposta dell'EBA (*European Banking Authority*). Per una sintesi degli atti di esecuzione e delegati v. eur-lex. In generale sul tema, senza pretesa di completezza, si vedano: D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Torino, 2019, ivi anche per altri rif.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in V. TROIANO, G. M. UDA (a cura di), *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, Padova, 2019, 17; F. SARTORI, *Il sistema bancario nella prospettiva dei nuovi meccanismi di risanamento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, suppl. 4, 1; M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di early intervention*, in *federalismi.it*, 17 gennaio 2018; B. INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Contr. impr.*, 2016, 3, 689. È noto come, sia la BRRD sia il Regolamento SRMR siano stati più volte oggetto di modifiche, rispettivamente, la prima: dalla direttiva 2017/2399/UE volta ad armonizzare le norme relative alla gerarchia dei creditori bancari attraverso la creazione di una nuova classe di debito *senior*, dalla direttiva 2019/879/UE, dalla direttiva 2022/2556/UE al fine di armonizzare le norme della BRRD (e di altre direttive correlate) con i requisiti sul rischio delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), dalla direttiva 2023/2864/UE che impone agli Stati membri di rendere disponibili, sul punto di accesso unico europeo, tutte le informazioni regolamentate pubblicate dagli enti finanziari, dalla direttiva 2024/1174/UE che ha introdotto modifiche ai *Minimum Requirement for Equity and Eligible Liabilities* (MREL); il secondo (SRMR): dal regolamento di modifica (UE) 2019/877 e dal regolamento di modifica (UE) 2021/23 volto ad escludere le controparti centrali dall'ambito di applicazione del regolamento (UE) 2014/806, per evitare la duplicazione dei requisiti. È, noto altresì, come sia la direttiva BRRD che il regolamento SRMR unitamente alla direttiva 2014/49/UE sui sistemi di garanzia dei depositi (*Deposit Guarantee Schemes Directive*, DGSD) siano attualmente oggetto del pacchetto di proposte per riformare l'attuale quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie e sistemi di tutela dei depositi (c.d. "*Crisis management and deposit insurance framework*" di seguito "CMDI") proposte di modifiche che, in questa sede, saranno successivamente richiamate solo limitatamente agli aspetti che più strettamente attengono all'interazione con gli argomenti in esame, sulla proposta CMDI v.: A. PALLINI - G. CALARCO - G. GRASSO - R. DE LISA, *La proposta di nuove regole europee sulle crisi bancarie: cosa cambia per i sistemi di garanzia dei depositi?* in *Bancaria*, 2023, 9, 69; M. RISPOLI FARINA, *La proposta europea di riforma dell'attuale quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie e sistemi di tutela dei depositi. Luci ed ombre della riforma*, in *Innovazione e diritto*, 2023, 3, 1, anche per altri riferimenti.

*Recovery and Resolution Directive (IRRDR)*² che mira a prevenire e gestire situazioni di instabilità nel mercato assicurativo, promuovendo un approccio uniforme tra gli Stati membri dell'UE³.

L'assenza di un quadro normativo armonizzato a livello europeo che

² «Direttiva 2025/1/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione delle imprese di assicurazione e di riassicurazione e modifica le direttive 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE e (UE) 2017/1132 e i regolamenti (UE) n. 1094/2010, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 806/2014 e (UE) 2017/112». Oltre che sulla esperienza maturata con la BRRD, la direttiva in esame è il frutto di un lungo lavoro preparatorio condotto dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (di seguito EIOPA), già con il parere EIOPA-BoS/17-148, *Opinion on the harmonisation of recovery and resolution frameworks for (re)insurers across the Member States*, 5 luglio 2017, e con la consulenza tecnica fornita dalla suddetta Autorità in merito alla revisione della direttiva Solvency II, nonché dal Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board*, ESRB) nel 2017 (*Recovery and resolution for the EU insurance sector: a macroprudential perspective*) e nel 2018 (*Macroprudential provisions, measures and instruments for insurance*). A tali documenti devono, altresì, aggiungersi: il documento *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* pubblicato, nell'ottobre del 2014, dal Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) con cui si definivano le caratteristiche essenziali dei regimi di risoluzione efficaci per il settore assicurativo in caso di dissesto di compagnie di importanza sistemica; le tre linee guida pubblicate, sempre dal FSB (nel 2016), *Guidance of developing effective resolution strategies*, *Guidance on identification of critical function and critical shared services*, *Guidance on recovery triggers and stress scenarios*, a cui ha fatto seguito il documento FSB (2020), *Key Attributes Assessment Methodology for the Insurance Sector*, nonché il documento (del novembre 2019) *Insurance Core Principles and Common Framework*, dell'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza delle assicurazioni (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) a cui è seguita nel 2021 la pubblicazione di un *application paper* da parte della stessa.

³ Più precisamente, la IRRD si sviluppa in un momento storico caratterizzato da sfide complesse per il settore assicurativo, tra cui l'aumento della volatilità dei mercati finanziari, l'impatto della pandemia di COVID-19 e le crescenti minacce legate ai cambiamenti climatici e alla *cyber*-sicurezza; ancora oggi, il settore assicurativo si trova a fronteggiare pressioni crescenti derivanti dall'abbassamento dei tassi di interesse, che riduce la redditività degli investimenti a lungo termine, e dalle crescenti aspettative normative e di trasparenza nei confronti degli operatori del mercato: tali dinamiche hanno evidenziato ed evidenziano la necessità di un quadro normativo comune che non solo garantisca la continuità operativa delle imprese assicurative, ma protegga altresì i diritti degli assicurati, riducendo al minimo l'impatto sistemico di eventuali crisi di imprese assicurative.

disciplinasse in modo organico il risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione esponeva il settore a incertezze regolatorie, che si sarebbero potute tradurre in inefficienze, ritardi e disomogeneità nell'approccio degli Stati membri in caso di insolvenza o instabilità di operatori rilevanti⁴. E, invero, nel settore assicurativo il capo VII (Imprese di assicurazione e di riassicurazione in difficoltà) della Direttiva Solvency II «Direttiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione», per quanto di interesse in questa sede, aveva introdotto solo particolari procedure nel caso di inosservanza del requisito patrimoniale di solvibilità (art. 138) o minimo (art. 139), sebbene già individuando peculiari poteri di vigilanza in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie (art. 141) nonché le caratteristiche base dei piani di risanamento e di finanziamento (art. 142) e le condizioni per la revoca dell'autorizzazione (art. 144).

Disciplina, questa della Solvency II, recentemente modificata dalla contestuale direttiva 2025/2/UE e da cui, pertanto, non potrà prescindere contribuendo necessariamente con la IRRD a delineare il quadro europeo degli oneri a carico delle imprese (e dei gruppi di imprese) del settore assicurativo e del loro ruolo anche nel rafforzamento delle istanze di stabilità finanziaria⁵.

⁴ Tale evenienza viene espressamente individuata dal *considerando* 11 quale una delle motivazioni della stessa IRRD che – premettendo come alcuni Stati abbiano già introdotto obblighi di pianificazione preventiva del risanamento e meccanismi per la risoluzione delle imprese di assicurazione o di riassicurazione in dissesto – evidenzia come il diverso approccio seguito dalle autorità nazionali, avuto particolare riguardo al grado di controllo e ai poteri di procedere alla risoluzione, possa intralciare il buon funzionamento del mercato interno e ostacolare la cooperazione tra autorità nazionali nella gestione di gruppi transfrontalieri di imprese in difficoltà o in dissesto, per una sintesi, v. ANIA, *La nuova direttiva europea in materia di risanamento e risoluzione per le imprese di assicurazione: illustrazione dei principali aspetti in discussione*, 1 dicembre 2023, 2, spec. 6.

⁵ Direttiva 2025/2/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 che modifica la direttiva 2009/138/CE, per quanto concerne la proporzionalità, la qualità della vigilanza, l'informativa, le misure relative alle garanzie a lungo termine, gli strumenti macroprudenziali, i rischi di sostenibilità e la vigilanza transfrontaliera e di gruppo, e le direttive 2002/87/CE e 2013/34/UE. Come sottolineato dalla stessa IRRD, pur se la Solvency II aveva già perseguito l'obiettivo di rafforzare il sistema finanziario dell'Unione e la resilienza delle imprese di

La IRRD si inserisce, così, in un quadro normativo europeo evolutosi negli ultimi decenni per affrontare le vulnerabilità del sistema finanziario e mitigare i rischi sistemici. Le sue premesse trovano fondamento nell'esperienza maturata con la BRRD nella consapevolezza che le crisi economico-finanziarie non riguardano esclusivamente il settore bancario ma possono coinvolgere anche quello assicurativo, con ripercussioni sui consumatori, sui mercati finanziari e sull'economia nel suo complesso⁶. La crisi di importanti gruppi

assicurazione e di riassicurazione, non può dirsi che abbia completamente eliminato la possibilità di dissesto di tali imprese dovuta anche ad elevate volatilità di mercato e periodi prolungati di bassi livelli dei tassi di interesse particolarmente dannosi per la redditività e la solvibilità delle imprese di assicurazione e di riassicurazione (considerando n. 2). In tale prospettiva, deve leggersi la contestuale revisione della Solvency II che mira ad un rafforzamento del principio di proporzionalità, all'introduzione di requisiti patrimoniali maggiormente sensibili ai rischi, ad una vigilanza rafforzata (anche transfrontaliera e di gruppo), ad un potenziamento del controllo della liquidità introducendo appositi strumenti macroprudenziali e una gestione dei rischi di sostenibilità. Le modifiche sono volte, in sintesi, a migliorare la resilienza di tali imprese allo stress economico, sia esso causato da perturbazioni sistemiche o da eventi specifici riguardanti la singola impresa. I cambiamenti prospettati consentiranno di liberare capitali da impiegare nell'economia reale (e a far in modo che anche le imprese medie-piccole possano contribuire al raggiungimento degli obiettivi fissati dal *Green Deal*) oltre che essere utilizzate per altre operazioni di *capital management*. Tra i benefici anche una maggiore flessibilità per espandere investimenti, redditività e resilienza del portafoglio di attivi. Pur nel mutato quadro prudenziale reso più solido, la IRRD introduce, dunque, (sulla scia della BRRD) adeguati strumenti di risanamento e risoluzione per consentire alle autorità di gestire in modo efficace imprese del settore assicurativo (e riassicurativo) in dissesto o a rischio di dissesto.

⁶ G.G. CIMINI, *La IRRD segue la BRRD: una storia destinata a ripetersi?*, in *dirittobancario.it*, 13 maggio 2024, che, avuto riguardo alla proposta di direttiva IRRD, sottolinea come sia innegabile che la stessa abbia inteso estendere al settore assicurativo le misure di risanamento e risoluzione già applicate alle banche, riconoscendo l'interconnessione crescente tra istituti di credito e compagnie assicurative, fenomeno noto come *bancassurance* e come tale integrazione sollevi nuove questioni riguardanti la solvibilità e i rischi sistemici, soprattutto in un contesto di rialzo dei tassi di interesse che potrebbe influenzare negativamente sia le banche che le assicurazioni; sul tema anche M.L.H. REUMERS- M.D.H. NELEMANS., *The questionable scope of the Commission's proposal for a framework for recovery and resolution of (re)insurance undertakings*, in *European Journal of Commercial Contract Law*, 2022, 2, 31, ivi altri riff., dove viene evidenziato (avuto riguardo alla proposta della direttiva in esame) che seppur, tradizionalmente, il settore assicurativo non sia stato associato a rischi sistemici comparabili a quelli del settore bancario, la

assicurativi internazionali ha messo in luce il rischio potenziale rappresentato anche dal settore assicurativo: la IRRD è stata introdotta per colmare questa lacuna normativa, fornendo un quadro armonizzato per prevenire e gestire le crisi nel settore assicurativo, garantendo la continuità delle funzioni critiche, in modo da minimizzare l'impatto sui consumatori e sull'economia⁷.

Dal punto di vista politico, sicuramente l'approvazione della IRRD dimostra la volontà dell'UE di imparare dalle crisi passate e di adottare un approccio preventivo, anziché reattivo, nella gestione delle crisi finanziarie. La IRDD, infatti, si inserisce in una più ampia strategia di rafforzamento della resilienza del sistema economico, che include anche il *Green Deal* europeo e la transizione digitale nonché le altre normative, quali a titolo meramente esemplificativo: il c.d. *Capital Requirements Regulation*⁸ e la Direttiva 2019/2034/UE⁹, discipline

proposta sembra presupporre che le compagnie di assicurazione possano ora rappresentare un rischio sistemico, giustificando così l'introduzione di un quadro di risanamento e risoluzione analogo a quello bancario e, prima ancora, evidenzia la necessità di un'analisi approfondita per determinare se le caratteristiche intrinseche del settore assicurativo giustificano tali misure e i limiti di una introduzione di obblighi e costi aggiuntivi per le compagnie di assicurazione che dovrà essere proporzionata agli obiettivi da raggiungere: se, infatti, il rischio sistemico associato al settore assicurativo fosse inferiore rispetto a quello bancario, l'applicazione di un quadro normativo altrettanto rigoroso potrebbe risultare eccessiva; suggerendo, pertanto, l'importanza di valutare attentamente l'effettiva necessità di tali misure nel contesto specifico del mercato assicurativo.

⁷ Basti pensare al caso AIG, W.K. SJOSTROM, *The AIG Bailout*, in *Washington and Lee Law Review*, 2009, 66, 943.

⁸ «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» così come modificato dal «Regolamento (UE) 2024/1623 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne 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* (CRR III).

⁹ «Direttiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento e recante modifica delle direttive 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE,

accomunate dall'obiettivo dell'UE di sviluppare un quadro normativo integrato e coerente che tenga conto anche delle interconnessioni tra le imprese del settore assicurativo e gli enti creditizi, avuto particolare riguardo ai «conglomerati finanziari»¹⁰. Nell'ambito del descritto contesto normativo europeo, la stabilità del settore assicurativo riveste un ruolo centrale nel mantenimento dell'equilibrio economico e finanziario globale, nonché nella protezione degli individui e delle imprese contro rischi e incertezze. È indubitabile che le assicurazioni rappresentino uno strumento essenziale per la gestione del rischio, fungendo da ammortizzatore economico in caso di eventi catastrofici, crisi finanziarie o imprevedibili calamità naturali, e che la loro funzione non si limiti alla tutela dei contraenti, svolgendo un ruolo chiave nel sistema economico, attraverso l'intermediazione finanziaria, l'investimento in *asset* a lungo termine e la mitigazione delle vulnerabilità sistemiche. Si può senz'altro affermare che il settore assicurativo si colloca tra i pilastri della stabilità finanziaria, sia per le sue dimensioni che per la complessità delle sue interconnessioni con altri comparti economici. Pertanto, la stabilità delle imprese di tale settore è particolarmente rilevante non soltanto per la tutela dei consumatori, potendo minare la fiducia pubblica nei mercati finanziari e nelle istituzioni, con effetti a cascata sull'intera economia. La natura sistemica del settore assicurativo è un altro aspetto che ne sottolinea la rilevanza: le interconnessioni tra assicurazioni, banche ed altri attori finanziari – ad esempio, attraverso prodotti derivati, riassicurazioni ed obbligazioni garantite – amplificano il rischio di contagio in caso di difficoltà operative o “fallimenti”. Un ulteriore fattore che evidenzia l'importanza della stabilità del settore assicurativo è il suo ruolo strategico nella transizione verso un'economia sostenibile e digitale: le compagnie assicurative sono chiamate a finanziare progetti *green* e a adattare i propri modelli di *business* ai rischi emergenti, come quelli legati alla *cyber*-sicurezza e alla digitalizzazione.

La resilienza del settore non è solo una condizione per la protezione dei diritti degli assicurati, ma anche un prerequisito per il successo delle

2014/59/UE e 2014/65/UE», così come integrata dal regolamento UE/2019/2033 (IFR).

¹⁰ *Amplius*, R. PURVERS, *Europe: the architecture and content of EU insurance regulation*, in J. BURLING - K. LAZARUS (a cura di), *Research Handbook on International Insurance Law and Regulation*, 2023, 675.

politiche europee in materia di sostenibilità e innovazione¹¹. Infine, la necessità di garantire la stabilità del settore assicurativo è strettamente connessa alla fiducia nei sistemi di vigilanza e regolamentazione: la IRRD rappresenta un passo avanti in questa direzione, fornendo un quadro normativo uniforme e prevedibile che mira a prevenire le crisi e a gestirle efficacemente quando si verificano; essa, peraltro, rafforza il ruolo delle autorità nazionali e della Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), promuovendo un approccio coordinato e armonizzato tra gli Stati membri¹².

2. Obiettivi e principali contenuti della IRRD

Le premesse della IRRD sono legate a tre fattori principali: il primo riguarda l'interconnessione del settore assicurativo con il sistema finanziario complessivo, atteso che le imprese di assicurazione gestiscono ingenti quantità di capitale, con implicazioni dirette sui mercati finanziari, sia attraverso investimenti in titoli di Stato e

¹¹ Invero, come ricordato dalla stessa Commissione, l'importanza della stabilità del settore assicurativo è stata resa evidente in occasione di crisi recenti, come la pandemia di COVID-19 e gli eventi climatici estremi: la prima ha evidenziato l'esposizione delle assicurazioni a rischi sistemici globali, sollevando interrogativi sulla capacità di molte imprese di far fronte a sinistri su larga scala; analogamente, le catastrofi naturali legate al cambiamento climatico hanno aumentato l'incidenza di eventi assicurabili di grande portata, incrementando i costi per le imprese e, in alcuni casi, riducendo la disponibilità di coperture; preoccupazioni destano anche le conseguenze economiche della guerra Ucraina/Russia che si stanno ancora delineando. In tale contesto, si riconosce al settore assicurativo e (riassicurativo) l'importante ruolo di fornire fonti private di finanziamento alle imprese europee e rendere così l'economia più resiliente nonché quello di contribuire in misura notevole al conseguimento degli obiettivi del Green Deal e più ingenerale al raggiungimento delle priorità dell'Unione. Lo scenario appena descritto ha, così, spinto i regolatori europei a sviluppare strumenti normativi più incisivi, tra cui proprio la IRRD e la revisione della Solvency II onde garantire che le compagnie assicurative siano preparate a gestire crisi di vasta portata.

¹² Adottando un'armonizzazione minima si consente agli Stati membri di prevedere misure più rigorose, purché non contrastino con il corpo normativo della direttiva in esame e siano di applicazione generale. Previsione che valorizza il principio di sussidiarietà e conferisce un certo grado di flessibilità alla disciplina, specialmente nei contesti in cui esistono già regimi di garanzia o strumenti nazionali più avanzati (art. 1, par. 2 IRRD).

obbligazioni societarie, sia mediante la partecipazione a prodotti derivati e strumenti complessi, per cui una crisi (come già accennato) potrebbe generare effetti a cascata, compromettendo la stabilità del sistema finanziario europeo; il secondo è legato alla protezione degli assicurati, in quanto le crisi aziendali nel settore assicurativo possono mettere a rischio i diritti degli assicurati e l'integrità dei contratti assicurativi, con impatti negativi non solo sui singoli contraenti, ma altresì sulla fiducia del pubblico nei mercati finanziari; il terzo riguarda l'importanza di una regolamentazione preventiva, nel senso che la IRRD si pone non solo come strumento per gestire le crisi *ex post*, bensì come un meccanismo che incentiva le imprese assicurative a prepararsi *ex ante* a scenari di difficoltà, richiedendo alle imprese di predisporre piani preventivi di risanamento dettagliati e credibili, che delineino le misure da adottare per preservare la continuità operativa in situazioni di stress, senza ricorrere a fondi pubblici o creare distorsioni nei mercati. Di conseguenza, le finalità della IRRD si articolano in altrettanti obiettivi principali. Seppur dall'indagine effettuata dall'EIOPA, era emerso che la tutela degli assicurati fosse l'obiettivo primario della risoluzione per la maggior parte degli Stati membri, seguito dalla stabilità finanziaria – oltre alle finalità volte a tutelare i fondi pubblici e la continuità delle funzioni essenziali¹³ – la stessa

¹³ L'importanza della continuità delle funzioni essenziali (definite dall'articolo 2, n. 25 quali: “attività, servizi o operazioni svolti da un'impresa di assicurazione o di riassicurazione a beneficio di terzi che non possono essere sostituiti entro un termine ragionevole o a costi ragionevoli, laddove l'incapacità dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione di svolgere tali attività, servizi od operazioni avrebbe probabilmente un impatto significativo sul sistema finanziario o sull'economia reale di uno o più Stati membri, compreso, in particolare, l'impatto derivante dagli effetti sul benessere sociale di un gran numero di contraenti, beneficiari o parti lese o da perturbazioni sistemiche o da una perdita di fiducia generale nella prestazione di servizi assicurativi.”) viene più volte ribadita dalla direttiva. I piani di risoluzione dovranno dimostrare la possibilità di “separare” le funzioni essenziali e le linee di *business* principali dalle altre funzioni, sul piano giuridico ed economico, nella misura necessaria a garantire la continuità in caso di dissesto dell'impresa e descrivere le operazioni e i sistemi essenziali per assicurare la continuità del funzionamento dei processi operativi dell'impresa (art. 9, par. 6, lett. c e lett. m). I poteri dell'autorità di risoluzione di incidere sulla “struttura” giuridica o “operativa” dell'impresa sono giustificati dalla necessità di separare tali funzioni dalle altre in caso di risoluzione (art. 15). La necessità di conseguire la continuità delle funzioni essenziali e delle linee di *business* principali viene richiamata quale causa di esclusione di alcune passività

EIOPA ha suggerito l'opportunità di non operare *ex ante* una classificazione di tali obiettivi per la necessità di attribuire alle autorità di risoluzione la "flessibilità" di bilanciare i vari obiettivi tenuto conto delle specificità delle singole circostanze¹⁴. Ciò, anche considerando che, in ogni caso, nel bilanciamento occorrerà: applicare il principio secondo cui l'allocazione delle perdite ai titolari di polizze dovrà essere considerata quale misura di ultima istanza; tener conto delle eventuali garanzie per la risoluzione, incluso il principio secondo cui gli assicurati (e i creditori) non subiscono perdite superiori a quelle che avrebbero subito in caso di normali procedure di insolvenza (principio del *no-creditor-worse-off-NCWO*)¹⁵. Per la tutela dei contraenti assicurativi si introducono "salvaguardie" dei relativi diritti in ogni fase della risoluzione, attraverso meccanismi di garanzia che assicurino il rispetto degli obblighi contrattuali e la trasparenza nelle comunicazioni con i

dalla svalutazione (art. 35, par. 8, lett. b). Ed ancora, l'art. 43 par. 3), che regola i poteri accessori dell'autorità di risoluzione, ricomprende tra i meccanismi di garanzia della continuità operativa: la continuità dei contratti dell'impresa soggetta a risoluzione in capo al ricevente che ne assumerà diritti e passività avuto riguardo ad ogni "posizione" oggetto di cessione e alla sostituzione processuale. L'individuazione delle funzioni essenziali rientra nelle responsabilità dell'autorità di risoluzione da effettuare nell'ambito del processo di pianificazione della risoluzione e tenendo conto delle specificità nazionali, per un orientamento sui possibili criteri da seguire, v. EIOPA-BoS-25-100, 29 April 2025, "*Consultation paper on the proposal for Guidelines on criteria for the identification of critical functions*".

¹⁴ V. EIOPA-bos-17-148, 5 July 2017, "*Opinion to institutions of the European Union on the harmonisation of recovery and resolution frameworks for re (insurers) across the member States*", 73; M. IALENTI-A. PAPA, *Insurance Recovery & Resolution Directive (IRR)*, in *KPMG – Market Insight*, Novembre 2023. Secondo l'EIOPA, cioè, è ragionevole aspettarsi che la tutela degli assicurati prevalga come obiettivo primario nella risoluzione anche senza una classificazione *ex ante*, poiché gli assicuratori solitamente presentano un rischio sistemico minore.

¹⁵ In senso critico, V. E. COLARUSSO, *La Risoluzione delle imprese assicurative: un nuovo strumento per affrontare le crisi*, in *Orizzontideldirittocommerciale.it*, 2022, 23, che – sulla premessa che la scelta di conferire «pari importanza» agli obiettivi della risoluzione e di demandare alle autorità di ponderare gli stessi in relazione alla natura e alle circostanze, potesse alimentare un rischio di arbitrarietà tra i giudizi delle autorità dei singoli stati membri – suggeriva l'opportunità di una preferenza a livello europeo di una gerarchia tra gli obiettivi della *resolution*, con la tutela dei creditori di assicurazione al primo posto. Scelta che avrebbe garantito una maggiore fiducia nel settore e sarebbe stata più coerente con il *framework* Solvency II, che riconosce ai crediti di assicurazione un privilegio speciale (art. 275 Solvency II); privilegio ribadito dall'art. 258 del Codice delle assicurazioni private.

clienti, protezione che, invero, si estende anche alle imprese, che spesso dipendono dalle assicurazioni per la continuità operativa e la gestione dei rischi aziendali. Ed ancora, per la riduzione del ricorso ai fondi pubblici per la gestione delle crisi e, seguendo l'esempio della BRRD, anche la direttiva *de qua* recepisce la clausola del *no bail-out*, incoraggiando l'adozione di strumenti di risoluzione che trasferiscano i costi delle crisi sugli azionisti e sui creditori delle imprese in difficoltà, piuttosto che sui contraenti, come la svalutazione di azioni e crediti dell'impresa ovvero una loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare l'impresa. Il principio del *no bail-out* è inoltre bilanciato dalla necessità di proteggere gli assicurati e preservare la fiducia nel sistema: un siffatto equilibrio è particolarmente evidente nel ruolo attribuito agli *stakeholders*, i cui interessi sono tutelati attraverso misure come la protezione delle polizze critiche e il coinvolgimento nei processi decisionali.

La diversità strutturale tra imprese bancarie e assicurative – segnalata, precipuamente, sotto il profilo della natura dei rischi, della composizione patrimoniale e dell'orizzonte temporale degli obblighi – è senz'altro coerente con quanto previsto dall'articolato normativo della IRRD, la quale richiede espressamente, in base al principio di proporzionalità, che le misure di risanamento e risoluzione siano calibrate in funzione delle caratteristiche specifiche dei soggetti vigilati, tra cui rientrano la durata degli impegni assunti ed il peso delle riserve tecniche.

In effetti, se nel settore bancario la liquidità e la gestione dinamica degli attivi sono centrali, nel comparto assicurativo l'accento è posto sulla gestione di passività a lungo termine, spesso connesse a prodotti assicurativi vita e a investimenti coerenti con le passività. Tale approccio si riflette nella logica di prevedere strumenti di intervento che tengano conto della necessità di preservare le funzioni essenziali legate alla protezione degli assicurati, della continuità dei contratti di lunga durata e dell'eventuale intervento su *asset* illiquidi o su strutture societarie complesse prevedendo opzioni compatibili con le specificità del *business* assicurativo come il *solvent run-off* e la peculiare disciplina della separazione di attività/passività; obiettivi che, come si vedrà, trovano un loro corollario anche nei poteri attribuiti alle autorità per rimuovere gli eventuali ostacoli alla risolvibilità.

Si può, pertanto, affermare che la IRRD si presenta come un prodotto

normativo sostanzialmente autonomo, costruito attorno alle esigenze del settore assicurativo e che non si limita a replicare schemi esistenti, ma ne riformula struttura, strumenti e principi operativi alla luce delle peculiarità del settore, conformemente al principio *mutatis mutandis* che sottende l'adattamento regolamentare tra settori finanziari contigui ma non omogenei. In tale prospettiva, si prevedono strumenti specifici per prevenire e gestire crisi aziendali attraverso un approccio sistematico e armonizzato. Tra i suoi elementi centrali, figurano i piani preventivi di risanamento e i piani di risoluzione, che ne costituiscono il nucleo operativo e che mirano a garantire la continuità delle imprese assicurative in situazioni di *stress* finanziario, minimizzando le ripercussioni sui consumatori, sul sistema economico e sull'intera stabilità finanziaria europea.

3. Ambito applicativo, principio di proporzionalità e designazione delle autorità di risoluzione

La IRRD stabilisce norme comuni e coordinate per il risanamento e la risoluzione di un ampio spettro di soggetti: imprese di assicurazione e riassicurazione stabilite nell'Unione e soggette alla Solvency II,¹⁶ le loro imprese madri, nonché le società di partecipazione assicurativa e finanziaria mista, comprese le imprese madri in uno Stato membro o nell'Unione. L'ambito oggettivo di applicazione può, altresì, estendersi alle succursali nell'Unione di imprese stabilite in Paesi terzi.

Con previsione innovativa (rispetto alla proposta) la direttiva contempla un'estensione soggettiva, includendo nel perimetro di applicazione anche i prestatori di servizi essenziali¹⁷, prevedendo, come

¹⁶ Le imprese di riassicurazione svolgono un ruolo cruciale nella distribuzione dei rischi all'interno del settore; al riguardo, la IRRD riconosce la necessità di includere i riassicuratori nei processi di risanamento e risoluzione anche in considerazione della loro interconnessione con le imprese di assicurazione primaria e i mercati finanziari più in generale, garantendo che essi cooperino con le imprese primarie e con le autorità di vigilanza per ridurre i rischi sistemici; pur riconoscendo di dover tener in debito conto le loro rispettive specificità (IRRD, considerando n. 1).

¹⁷ Il «Prestatore di servizi essenziali» è definito come: “un soggetto che fornisce beni o servizi, quali servizi informatici, utenze e locazione, riparazione e manutenzione dei locali, necessari per assicurare la continuità del funzionamento delle operazioni di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione o necessari per

si accennerà, particolari poteri dell'autorità di risoluzione laddove il loro ruolo sia funzionale alla continuità operativa dell'impresa sottoposta a risoluzione¹⁸.

La portata applicativa della IRRD è, dunque, ampia e trasversale e le già citate peculiarità del settore assicurativo emergono sin dall'ambito di applicazione che è stato delineato per coprire in maniera esaustiva il settore assicurativo europeo, garantendo un approccio proporzionato e adattabile alle diverse realtà operative delle imprese.

La direttiva *de qua* si applica alle compagnie di assicurazione (e di riassicurazione) che operano nell'UE, e a quelle che gestiscono attività transfrontaliere.

Manca una specifica disciplina delle mutue assicuratrici o delle cooperative, anche se coerentemente alle peculiarità di tale "tipologia" si specifica che in sede di recepimento occorrerà prevedere in che misura uno qualsiasi degli strumenti di risoluzione non sia applicabile a causa di tale "forma" giuridica e provvedere affinché le autorità di risoluzione abbiano i poteri necessari per applicare strumenti il più possibile simili a quelli introdotti dalla direttiva in esame. Allo stesso modo si dovrà provvedere ove (per le stesse ragioni) si ritenga non applicabile uno o più dei poteri generali di risoluzione dell'autorità di vigilanza (art. 42 IRRD).

Non è questa la sede per approfondire la compatibilità di ogni singolo strumento e/o potere con tali "tipologie" associative, si ritiene opportuno, però, precisare come di difficile applicabilità, per le mutue assicuratrici, sarà il principio generale secondo cui gli azionisti dell'impresa soggetta a risoluzione devono sostenere per primi le perdite, atteso l'incontestabile vincolo di interdipendenza che sussiste fra la qualità di "associato" e quella di assicurato al punto da far dubitare della loro qualifica come azionisti. Interdipendenza da cui non potrà prescindere pur ove si ritenga che l'adesione alla mutua assicuratrice dia vita a due distinti rapporti (quello associativo e quello assicurativo);

assicurare la continuità della copertura assicurativa e che fa parte dello stesso gruppo di tale impresa" (art. 2, par. 1, n. 86).

¹⁸ Con ciò, sicuramente aderendo ai rilievi sollevati dall'EIOPA in *Opinion to institutions of the European Union on the harmonisation of recovery and resolution frameworks for re (insurers) across the member States*, op. cit., 29, e ribaditi in EIOPA-Bos-20/749, *Opinion on the Review of Solvency II*, dicembre 2020, contenente un capitolo 12 dedicato a *Recovery and Resolution*, 88.

salvo che non si ritenga di far ricadere la risoluzione in via prioritaria sugli eventuali soci sovventori¹⁹.

In linea con il già richiamato principio di proporzionalità, le autorità nazionali nel prevedere e nell'applicare gli strumenti a loro disposizione dovranno tener conto della natura, dimensione, complessità e interconnessione del soggetto vigilato, così da calibrare adeguatamente le misure da adottare. Per assicurare che gli oneri regolamentari siano commisurati alla dimensione ed alla complessità delle imprese coinvolte, è prevista un'applicazione graduale e flessibile, escludendo le compagnie di dimensioni minori o con un rischio sistemico marginale, salvo diversa indicazione delle autorità di vigilanza nazionali.

A tale principio è da ricondurre la maggiore attenzione della direttiva 2025/2/UE ai criteri basti sul rischio per l'individuazione delle imprese “più piccole e meno complesse” di un'impresa media, al fine di non sottoporle ad obblighi “sproporzionati”²⁰ e, come tali, destinatarie delle

¹⁹ L'imprescindibile interdipendenza tra il rapporto associativo e il rapporto assicurativo è stata ribadita e ulteriormente precisata da Corte Appello Roma 6215/2024; per l'ammissibilità nelle mutue assicuratrici dei soci sovventori, v. Tribunale Roma, 26 luglio 2023 n. 11765, che ha specificato, tra l'altro, come tale categoria dovrà limitarsi a conferire il capitale necessario per l'attività della società senza essere legata a quest'ultima da rapporti assicurativi e potrà essere ammessa solo ove espressamente prevista in seno all'atto costitutivo e come la loro partecipazione sia disciplinata dal legislatore con norme tese ad evitare che gli stessi, non animati da scopo mutualistico, possano prendere il sopravvento nella gestione della società.

²⁰ Le condizioni che l'impresa deve rispettare per essere qualificata quale impresa piccola e non complessa (compresa un'impresa di assicurazione *captive* o un'impresa di riassicurazione *captive*) vengono individuate dall'articolo 29-*bis* e a seguito di un procedimento, così come scandito dall'articolo 29-*ter* (art. 13, punto 10-*bis*). Al riguardo, l'EIOPA (nel parere tecnico sull'attuazione del nuovo quadro di proporzionalità previsto da Solvency II) ha ritenuto che il processo di classificazione delle imprese e dei gruppi come piccoli e non complessi, come delineato nell'articolo 29-*ter*, sia già idoneo a garantire chiarezza e trasparenza alle imprese di assicurazione che richiedono tale designazione al fine di beneficiare di determinati requisiti ridotti e che anche la metodologia per la classificazione delle imprese e dei gruppi come piccoli e non complessi sia chiara e completa e, quindi, che non fossero necessarie ulteriori specifiche. Qualsiasi ulteriore specificazione dipenderà dall'attuazione pratica del quadro normativo a livello nazionale e, cioè, da affrontare nel recepimento delle modifiche alla Direttiva Solvibilità II, v. EIOPA-BoS-24-590, *Technical advice on the implementation of the new proportionality framework under Solvency II*, 30 gennaio 2025, 9. Avuto riguardo, invece, alla possibilità che anche le imprese o i

«misure di proporzionalità» degli obblighi introdotti dalla Solvency II²¹.

Particolare rilievo è da attribuire alla possibilità di designare “una o più” autorità competenti attribuendo loro i poteri necessari per l’esercizio effettivo della funzione di risoluzione, seppur la designazione di più autorità è collegata ad un non meglio specificato requisito di “eccezionalità” di cui non si forniscono criteri uniformi lasciando, dunque, ai singoli Stati membri la discrezionalità di disporre in tal senso. Si precisa, però, che tali autorità possano essere le banche centrali nazionali, i ministeri competenti ovvero altre autorità amministrative dotate di poteri pubblici.

Viene, sul punto, confermata la posizione più flessibile della Commissione (ed avallata dal Consiglio) che non sembra precludere la creazione di nuove autorità di risoluzione²². La versione definitiva lascia immaginare, avuto particolar riguardo al fenomeno della *bancassurance*, l’istituzione di competenze parallele tra IVASS e Banca d’Italia²³.

gruppi non classificabili come piccole/i e non complesse/i possano richiedere di utilizzare misure di proporzionalità (v. rispettivamente artt. 29- *quinquies* e 213- *bis* della Direttiva Solvency II) l’EIOPA introduce una serie di condizioni volte a orientare la valutazione di vigilanza in merito all’approvazione o alla revoca dell’autorizzazione e all’utilizzo delle misure di proporzionalità, stabilendo condizioni generali e condizioni specifiche per ogni singola misura. Le condizioni sono concepite per garantire che il principio di proporzionalità sia applicato in base alla natura, all’entità e alla complessità dei rischi a cui sono esposte le imprese, v. EIOPA, suddetto parere, 14 ss.

²¹ Nello specifico per ciò che attiene all’informativa, alla comunicazione, alla *governance*, alla revisione delle politiche scritte, al calcolo delle riserve tecniche, alla valutazione interna del rischio e della solvibilità e ai piani di gestione del rischio di liquidità. Per “misura di proporzionalità”, si intende qualsiasi delle misure previste dall’articolo 35, par. 5-*bis*, dall’articolo 41, dall’articolo 45, par. 1-*ter*, dall’articolo 45, par. 5, dall’articolo 45- *bis*, par. 5, dall’articolo 51, par. 6, dall’articolo 51-*bis*, par. 1, dall’articolo 77, par. 8, e dall’articolo 144-*bis*, par. 4, o qualsiasi misura prevista dagli atti delegati adottati a norma della direttiva Solvency II ed esplicitamente applicabile alle imprese piccole e non complesse in conformità dell’articolo 29-*quater*.

²² In senso diverso si era espresso il Parlamento che aveva proposto un emendamento volto a richiedere agli Stati membri di astenersi dal creare entità di risoluzione distinte e di istituire tali autorità all’interno degli istituti competenti già esistenti.

²³ V. G. C. CIMMINI, *La IRRD segue la BRRD: una storia destinata a ripetersi?*, in *dirittobancario.it*, 12 maggio 2024, 2. Nell’ordinamento italiano è verosimile che

Nei casi in cui l'autorità di risoluzione coincida con l'autorità di vigilanza o eserciti ulteriori funzioni (come accade ad esempio in Francia o Germania), lo Stato membro deve adottare idonee misure strutturali per garantire l'indipendenza operativa, evitando conflitti di interesse. In particolare, tali misure devono comprendere una separazione funzionale a livello di personale, gerarchie e processi decisionali. La direttiva ammette, però, esplicitamente alcune forme di convergenza (ad esempio, al vertice della struttura organizzativa) e la condivisione di personale in circostanze eccezionali, purché nel rispetto di regole interne di prevenzione dei conflitti; l'autorità di risoluzione è, inoltre, tenuta a cooperare strettamente con quella di vigilanza, tanto in fase preparatoria quanto in sede esecutiva, riflettendosi un approccio sistemico e coordinato al governo delle crisi. La disciplina della designazione si chiude con previsioni di trasparenza e comunicazioni, nel senso che gli Stati membri devono notificare all'EIOPA l'elenco delle autorità designate, assicurare l'adozione di meccanismi di coordinamento interno e designare un'autorità di contatto unica per la cooperazione con le controparti degli altri Stati membri (art. 3, IRRD).

4. La fase preparatoria: pianificazione del risanamento e della risoluzione, cooperazione inter-autorità

Il fulcro preventivo della IRRD è contenuto nel Titolo II, Capo I, dedicato alla «preparazione». Esso incarna l'approccio europeo di tipo *ex ante* (anche) del governo delle crisi assicurative, articolandosi in una duplice direttrice: da un lato, introducendo per alcune imprese di assicurazione (e riassicurazione) l'obbligo di predisporre piani preventivi di risanamento; dall'altro, attribuendo alle autorità di risoluzione la competenza a redigere ed aggiornare piani di risoluzione, con l'eventuale potere di intervenire per rimuovere eventuali ostacoli ad una risoluzione ordinata.

Quanto alle imprese tenute alla pianificazione preventiva, in linea

l'autorità di risoluzione potrà essere un'articolazione dell'IVASS che già si occupa della vigilanza sulle imprese (ri)assicurative e sulle procedure di l.c.a. (rispettivamente il Servizio Vigilanza Prudenziale e il Servizio Sanzioni e Liquidazioni); scelta che sarebbe anche in linea con l'orientamento dell'EIOPA di prevedere i poteri di risoluzione nell'ambito delle strutture di autorità di vigilanza nazionali già esistenti (*National Conduct Authorities*, NCAs).

con la premessa a cui si accennava di un necessario coordinamento con la Solvency II (così come modificata dalla direttiva 2025/2/UE), si escludono l'impresa «piccola e non complessa» (*Small and non-complex undertakings*, SNCU), compresa un'impresa di assicurazione *captive* o un'impresa di riassicurazione *captive*) e il «gruppo piccolo e non complesso» dall'obbligo dei piani preventivi di risanamento e dai piani o risoluzione, salvo che l'autorità di vigilanza ritenga che l'impresa rappresenti un particolare rischio a livello nazionale o regionale e in quanto tale da sottoporre ai suddetti obblighi preventivi.

Qui finiscono le similitudini dell'ambito applicativo delle imprese sottoposte alla pianificazione preventiva e alla pianificazione della risoluzione. Ed invero, le imprese tenute a predisporre (e aggiornare) un piano preventivo di risanamento saranno quelle individuate dalle autorità di vigilanza che, in piena aderenza al richiamato principio di proporzionalità, dovranno tener conto della natura, dimensione, complessità e interconnessione del soggetto vigilato, così da calibrare adeguatamente le misure da adottare (IRR, art. 1, comma 1°, terzo periodo).

Non viene, dunque, imposto un obbligo universale di *recovery plans* ma si dispone che le autorità debbano garantire che almeno il 60% sia del mercato assicurativo (e riassicurativo) vita che del mercato non vita siano soggetti ad obblighi di pianificazione preventiva²⁴. Saranno ancora tenute all'obbligo di un piano preventivo di risoluzione tutte le

²⁴ La ridotta percentuale del testo definitivo della direttiva (in luogo della proposta che richiedeva l'80%) tiene conto degli emendamenti proposti in sede di approvazione dal Consiglio europeo e rappresenta una chiara adesione alle critiche sollevate anche dalla Insurance Europe, in *Views on EC proposals on establishment of an Insurance Recovery and Resolution Directive*, 19 gennaio 2022: “Such a high minimum threshold would result in some relatively small entities being in scope of the recovery plans. Analysis from some of our members shows that in some markets, companies with gross written premiums during 2020 as low as €100 million would be included in the scope if the 80% threshold was applied”, disponibile su Insurance-Views. L'art. 5, par. 2, al comma 2, specifica, altresì, che la quota di mercato vita dovrà basarsi sulle riserve tecniche lorde e la quota di mercato non vita sui premi lordi contabilizzati e, al comma 3 che le imprese di (ri)assicurazione facenti parte di un gruppo potranno essere conteggiate (nel calcolo della indicata copertura di mercato) se l'impresa capogruppo predispone e mantiene un piano di risanamento, v. EIOPA-BoS-25-099, *Consultation paper on the proposal for Regulatory Technical Standards on criteria for pre-emptive recovery planning requirements and methods to be used when determining the market shares*, 29 aprile 2025.

imprese soggette a un piano di risoluzione, delineandosi così una coincidenza solo in un verso tra le imprese soggette ad obblighi preventivi di risanamento e quelle tenute alla pianificazione della risoluzione²⁵.

Evidentemente, la finalità è quella della pianificazione integrata ed anticipata della crisi, onde consentire l'adozione tempestiva di misure efficaci in caso di deterioramento della situazione finanziaria dell'impresa secondo una logica di "gradualità" degli interventi che sono commisurati alla gravità del "dissesto".

L'impostazione è conforme al principio della tempestiva emersione della crisi già da tempo affermatosi in ambito europeo, anche per le imprese non soggette a vigilanza²⁶. Emersione tanto più "precocemente" quanto più idonea a salvaguardare il principio della continuità aziendale (*going concern*) e a garantire la migliore ristrutturazione possibile dell'impresa.

Tale prospettiva, come è noto, è stata adottata anche dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), così come integrato e/o modificato recependo principi e contenuti della direttiva *Insolvency*²⁷ e

²⁵ La proposta di direttiva individuava a tal fine i piani di risoluzione previsti dalla stessa e tale interpretazione è stata ribadita dall'EIOPA, pur avendo la versione definitiva eliminato il puntuale riferimento ai piani di risoluzione di cui all'art. 9, v. EIOPA-BoS-25-099, *Consultation paper on the proposal for Regulatory Technical Standards on criteria for pre-emptive recovery planning requirements and methods to be used when determining the market shares*, op. cit.

²⁶ Il riferimento è al Regolamento UE/2015/848 (v. DE CESARI P.-MONTELLA G., *Il nuovo diritto europeo della crisi d'impresa. Il regolamento (UE) 2015/848 relativo alle procedure di insolvenza*, Giappichelli, 2017) e alla direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza, c.d. *Insolvency* o *Restructuring*), sull'argomento v. SICLARI D., *Codice della crisi di impresa ed efficienza dei mercati: la relative priority rule dopo la Direttiva (UE) 2019/1023*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 1, 109; MINERVINI V., *Dalla legge fallimentare alla Direttiva Insolvency. Il diritto della crisi come strumento per la costruzione e il corretto funzionamento del mercato interno*, in *Giur. comm.*, 2023, 3, 499; VELLA P., *I quadri di ristrutturazione preventiva nella Direttiva UE 2019/1023 e nel diritto nazionale*, in *Fallimento*, 2020, 8/9, 1033.

²⁷ Direttiva *Insolvency* recepita con il D.lgs. 83/2022, modificando in maniera rilevante il CCII, successivamente integrato dal d.lgs. n. 136/2024 (c.d. *correttivo ter*) con l'intento di rafforzare gli obiettivi europei e risolvere i dubbi interpretativi sorti

di cui, in questa sede, possono sinteticamente richiamarsi: le modifiche apportate in tema di nozione di crisi d'impresa; la sostituzione della composizione assistita con la composizione negoziata e il suo sistema di allerta interna ed esterna²⁸; le disposizioni volte ad introdurre specifiche "rilevazioni" che devono emergere dalle misure idonee (per l'imprenditore individuale) e dall'adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile (per l'imprenditore collettivo) individuando più nello specifico i "segnali" per agevolare le suddette "rilevazioni" anche prima dell'emersione della crisi o dell'insolvenza²⁹; la "riscrittura" degli "strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza" avuto particolare riguardo al concordato con continuità aziendale. Quadro europeo dell'insolvenza ancora in evoluzione avendo la Commissione Europea presentato (il 7 dicembre

in sede di prima applicazione, v.: PORTALE, G.B., *Il codice italiano della crisi di impresa e dell'insolvenza: tra fratture e modernizzazione del diritto societario*, in *Riv. soc.* 2022, 1149; PANZANI L.-LA MARCA E., *Impresa vs. soci nella regolazione della crisi. Osservazioni preliminari su alcune principali novità introdotte con l'attuazione della Direttiva "Insolvency"*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 8, 1469; CARRATTA A., *Le misure cautelari e protettive nel CCI dopo il D.lgs. n. 83/2022*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2022, 5, 859.

²⁸ Sul tema tra gli altri: FAUCEGLIA G. B., *Considerazioni sull'accesso alla composizione negoziata della crisi in pendenza dell'istanza di liquidazione giudiziale*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2024, 1, 157; ID. *L'esperto nella composizione negoziata della crisi: prospettive di sistema e responsabilità*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2024, 2, 219; CASTAGNOLA A.- SACCHI R.- JORIO A.- SCOGNAMIGLIO G., *La composizione negoziata della crisi*, in *Giur. comm.*, 2023, 2, I, 349; BENEDETTI L., *La disciplina della composizione negoziata di gruppo*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, 2, 283; MEO G., *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2023, 5, 833.

²⁹ Sugli assetti adeguati, v.: *ex multis*, G. FARINA, *Assetti adeguati e società assicurativa*, Napoli, 2024; M. IRRERA, *La responsabilità degli amministratori nella predisposizione di assetti adeguati*, in *Dir. econ. impr.*, 2024, 2, 138; GINEVRA E., *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del CCII*, in *Dirittodellacrisi.it*, 22 luglio 2024, 1; M. HOUBEN, *Assetti patrimoniali (non manifestamente in) adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, comma 3°, lett. a, Codice della Crisi d'Impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 106. BUTA G.M. *Poteri e doveri del collegio sindacale e tempestiva emersione della crisi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 12, 1758; M. CALLEGARI, *Gli assetti adeguati nei gruppi tra disciplina positiva ed autonomia privata*, in *Corporate governance*, 2022, 3, 413; RORDORF R. *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi nell'ambito dei principi generali del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2021, 5, 589.

2022) una proposta di direttiva (c.d. Direttiva Insolvency III) con l'intento di armonizzare taluni aspetti cruciali della crisi aziendale già conclamata e sfociata in insolvenza con l'obiettivo, tra l'altro, di preservare il valore dell'azienda in particolare velocizzando i tempi di gestione delle procedure di liquidazione implementando procedure di liquidazione rapide, come le liquidazioni *pre-pack* e le procedure semplificate per le "microimprese"³⁰.

In tale scenario, si collocano, dunque, i «piani preventivi di risanamento» individuali dell'art. 5 IRRD (e di gruppo di cui all'art. 7) alla cui esecuzione (aggiornamento o redazione) potranno essere obbligati, dall'autorità di vigilanza, l'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza dell'impresa quale una delle possibili misure necessarie da adottare nel caso di un «deterioramento della solvibilità»³¹. Misure

³⁰ Proposta di direttiva COM/2022/702, che si inserisce nel pacchetto di proposte finalizzate alla realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali intervenendo anche sull'accesso al mercato dei capitali, attraverso: un *listing act*, volto a facilitare la quotazione in borsa delle imprese (a cui sono da ricondurre il Regolamento (UE) 2024/2809, che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), il Regolamento (UE) 2014/596 sugli abusi di mercato e il Regolamento (UE) 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari; la Direttiva (UE) 2014/2811, che modifica la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e abroga la Direttiva 2001/34/CE; e la Direttiva (UE) 2024/2810 sulle strutture a voto multiplo) nonché intervenendo sui servizi europei di compensazione, attraverso una significativa modifica della disciplina del *clearing* che ha visto l'approvazione del Regolamento (UE) 2024/2987, che modifica il Regolamento (UE) 648/2012 (EMIR), il Regolamento (UE) 575/2013 (CRR) e il Regolamento (UE) 2017/1131 (MMFR); e della Direttiva (UE) 2024/2994, che modifica la Direttiva 2009/65/CE (UCITS), la Direttiva 2013/36/UE (CRD) e la Direttiva 2019/2034/UE (IFD). Sulla direttiva *Insolvency III* v.: DE CESARI P., *La Proposta di direttiva sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto dell'insolvenza, riflessi sul Codice della crisi*, in *Fallimento*, 2023, 5, 581; CNDCEC, *La continua evoluzione del diritto concorsuale: una nuova proposta di direttiva UE*, 29.11.2024; LEANDRO A., *La proposta della Commissione europea per una nuova fase di armonizzazione del diritto della crisi e dell'insolvenza*, in *Analisi giuridica econ.*, 2023, 1-2, 73; PANZANI L., *Osservazioni ragionate sulla proposta di una nuova Direttiva di armonizzazione delle leggi sull'insolvenza*, in www.dirittodellacrisi.it; SILVESTRI K., *La proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione di taluni aspetti del diritto dell'insolvenza*, *ibidem*.

³¹ L'obbligo è da ricondurre ad uno dei poteri riconosciuti all'autorità di vigilanza dal nuovo articolo 136-bis, Solvency II, rubricato «deterioramento della solvibilità» in aggiunta, tra l'altro, ad un generico potere di adottare le misure necessarie per porvi rimedio (purché proporzionate al rischio e all'entità dello stesso), nonché a quelle di imporre agli stessi organi l'aggiornamento del piano preventivo di cui all'art. 5 della

che, però, singolarmente non vengono ricomprese dalla IRRD tra le «misure di prevenzione della crisi» pur (se non si erra) dovendo ritenersi animate dalla stessa finalità³².

Il citato procedimento, che rappresenta un'ulteriore novità, introdotta dalla direttiva di modifica della Solvency II, è chiaramente finalizzato ad un rafforzamento della vigilanza prudenziale sulla situazione finanziaria dell'impresa e si aggiunge alle procedure già previste (e in parte modificate) in caso di inosservanza del requisito patrimoniale di solvibilità³³ e inosservanza del requisito patrimoniale

IRRD o, nel caso in cui l'impresa non disponga di un piano preventivo, di individuare le cause dell'inosservanza o della probabile inosservanza degli obblighi regolamentari e di individuare misure adeguate e un calendario per l'attuazione di tali obblighi, ed ancora di imporre la sospensione o di limitare le remunerazioni variabili e i *bonus*, le distribuzioni su strumenti di fondi propri e il rimborso o il riacquisto di elementi dei fondi propri. Secondo la versione tradotta, le misure necessarie saranno da attivare: *“a seguito di una notifica a norma dell'articolo 136 o a seguito del rilevamento di un deterioramento delle condizioni finanziarie a norma dell'articolo 36, paragrafo 3, in caso di deterioramento della solvibilità dell'impresa”*. La formulazione sembrerebbe, dunque, differenziare il mero deterioramento finanziario da quello che, viceversa, determini un deterioramento anche della solvibilità senza introdurre nessun parametro utile ai fini di tale distinzione. Locuzioni che, se non si erra, in altri casi sembrano, invece, essere assunti come sinonimi, cfr. il nuovo art. 141 Solvency II, rubricato: «Poteri di vigilanza in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie» che nel testo discorre, invece, di un «deterioramento della solvibilità». Nello specifico, si prevede che, ove una delle misure di cui agli articoli 136-*bis*, 138 e 139 sia inefficace o insufficiente (per far fronte al deterioramento della solvibilità dell'impresa) le autorità di vigilanza hanno il potere di adottare tutte le misure necessarie per salvaguardare gli interessi dei contraenti nel caso dei contratti di assicurazione o gli obblighi derivanti dai contratti di riassicurazione; nel rispetto del principio di proporzionalità e tenendo conto del livello e della durata del deterioramento; contenuto sostanzialmente già sovrapponibile a quello del 223-*bis* CAP, ad eccezione ovviamente del richiamo alla recente disciplina del deterioramento di solvibilità.

³² Vengono, invece, ricondotte a tal misure: l'esercizio dei poteri di imporre a un'impresa di far fronte alle carenze o agli impedimenti alla possibilità di risanamento a norma dell'articolo 6, paragrafo 5, della direttiva in esame nonché quello dei poteri di affrontare o rimuovere gli impedimenti alla possibilità di risoluzione a norma dell'articolo 15 o 16, ed ancora, l'applicazione di una misura a norma dell'articolo 137, dell'articolo 138, paragrafi 3 e 5, dell'articolo 139, paragrafo 3, e dell'articolo 140 della direttiva 2009/138/CE e l'applicazione di una misura preventiva a norma dell'articolo 141 della stessa direttiva (art. 2, par. 1, n. 79, IRRD).

³³ Ai sensi dell'articolo 138 Solvency II (art. 222 CAP), l'impresa di assicurazione o di riassicurazione entro due mesi dal rilevamento dell'inosservanza del requisito patrimoniale di solvibilità (*Solvency Capital Requirement*, SCR) dovrà presentare un

minimo³⁴. Rinviano alla lettura dell'articolo 5 par. 5, per il puntuale contenuto di tutti gli elementi che devono necessariamente essere indicati nei piani preventivi è opportuno soffermarsi sugli indicatori (quantitativi e qualitativi) a cui collegare (in caso di violazione) le misure correttive parimenti da individuare nei citati piani³⁵. Quale indicazione di carattere generale, la IRRD specifica che tali indicatori non devono essere intesi come finalizzati a stabilire requisiti prudenziali nuovi; dovendo, dunque, operarsi un coordinamento con i requisiti e i procedimenti della Solvency II.

Nel recepire la IRRD gli Stati membri non potranno, dunque, imporre alle imprese (né vietare alle stesse) di includere quali indicatori i “punti di deterioramento della posizione patrimoniale che precedono

piano di risanamento realistico ai fini dell'approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza a cui viene attribuito il potere di imporre all'impresa (entro sei mesi) l'adozione dei provvedimenti necessari per ristabilire il livello di fondi propri ammissibili in grado di coprire il requisito patrimoniale di solvibilità o per ridurre il suo profilo di rischio al fine di garantirne l'osservanza.

³⁴ In caso di inosservanza del requisito patrimoniale minimo (*Minimum Capital Requirement*, MCR) o quando vi è il rischio che non sia rispettato nei successivi tre mesi, le imprese di assicurazione e di riassicurazione (secondo l'art. 139, così come sostituito dalla direttiva 2025/2/UE) devono immediatamente informare l'autorità di vigilanza qualora rilevino che il requisito patrimoniale non è più rispettato o quando vi è il rischio che non sia rispettato nei successivi tre mesi. A tal fine, si precisa che tale obbligo si applichi indipendentemente dal momento in cui emerga l'inosservanza o il rischio di inosservanza (durante un calcolo del requisito patrimoniale minimo a norma dell'articolo 129, paragrafo 4, o durante un calcolo del requisito patrimoniale minimo tra le due date in cui tale calcolo viene comunicato all'autorità di vigilanza a norma dello stesso articolo). Si riconfermano le disposizioni della presentazione del piano di finanziamento realistico di cui al par. 2, mentre il par. 3 viene modificato collegando il potere (dell'autorità di vigilanza dello Stato membro) di limitare o vietare la libera disponibilità delle attività dell'impresa di (ri)assicurazione alla mancata apertura di una procedura di liquidazione entro due mesi dalla ricezione delle informazioni dell'inosservanza (o del rischio di inosservanza) del requisito patrimoniale minimo; restano invariati gli obblighi informativi dello Stato membro di origine nei confronti delle autorità di vigilanza degli Stati membri ospitanti nonché gli obblighi di questi ultimi di adottare le stesse misure individuate dall'autorità di vigilanza dello Stato membro.

³⁵ Quanto alle informazioni che devono essere incluse nel piano preventivo, anche avuto particolare riguardo alle misure correttive, l'art. 5, par. 12 demanda all'EIOPA l'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione (RTS), v. EIOPA-BoS-25-097, *Consultation paper on the proposal for Regulatory Technical Standards on the content of (group) pre-emptive recovery plans*, 29 aprile 2025.

l'inosservanza del requisito patrimoniale di solvibilità"³⁶. Il piano preventivo dovrà, dunque, essere coerente e tale da non pregiudicare la predisposizione del piano di risanamento realistico da sottoporre all'autorità nel caso di inosservanza del requisito patrimoniale di solvibilità; in sostanza, gli elementi considerati nel piano preventivo potranno (e sarebbe preferibile prevedere un obbligo di continuità) informare o essere la base di partenza dell'eventuale piano realistico³⁷. Occorrerà, altresì, coordinare tale previsione con il procedimento da attivare nel caso di un «deterioramento della solvibilità» ciò in quanto, se si accetta la premessa di una gradualità degli obblighi e dei poteri di intervento tra le disposizioni della IRRD e quella della Solvency II, sarà necessario (per evitare sovrapposizioni) chiarire le rispettive scale di intervento. Del resto, lo stesso articolo 136-*bis*, tra le possibili misure di intervento, richiama proprio i piani preventivi di risanamento della IRRD.

I piani si iscrivono tra le misure introdotte per predisporre, in via anticipata, presidi per la gestione delle crisi aziendali nell'ottica di evitare, per quanto possibile, l'applicazione di strumenti più invasivi quali, ad esempio, la risoluzione o la liquidazione coattiva, in presenza di un ulteriore aggravamento del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie dell'impresa.

³⁶ Requisito, come è noto, da calcolare secondo le disposizioni generali di cui, al capo VI, sezione 4, Solvency II. In tale ottica, l'articolo 5, par. 8, primo comma, dispone che: *“gli indicatori relativi alla posizione patrimoniale comprendono quanto meno qualsiasi violazione del requisito patrimoniale di solvibilità”*. Tra gli altri indicatori, a titolo meramente esemplificativo, lo stesso articolo include criteri relativi tra l'altro al capitale, alla liquidità, alla qualità delle attività, alla redditività, alle condizioni di mercato, alle condizioni macroeconomiche e agli eventi operativi. Per tali indicatori, oltre che per i criteri da utilizzare per la valutazione della “credibilità” e “fattibilità” dei piani – avuto particolare riguardo ai possibili scenari di grave stress macroeconomico e finanziario e/o specifici, nonché per la combinazione di tali eventi di stress ovvero per gli eventi sistemici che possono incidere in maniera rilevante sulle attività e passività – si demanda all'EIOPA (in cooperazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico) di emanare appositi orientamenti conformemente all'art. 16 regolamento UE/1094/2010.

³⁷ Cfr., Considerando 21, IRRD. Coerentemente, si richiede che, ove negli ultimi dieci anni, sia già stato presentato un piano di risanamento (realistico) ai sensi dell'articolo 138, par. 2 Solvency II, il piano preventivo di risanamento dovrà contenere tale piano e le misure adottate per ripristinare l'osservanza del requisito di solvibilità.

Lo scopo è quello di prevedere, al manifestarsi dei primi segnali di un “significativo deterioramento” l’attuazione di un piano che contempli tutte quelle misure adottabile ancora autonomamente, per il riequilibrio dei profili tecnici (patrimoniale, reddituale e di liquidità).

Ne consegue una duplice valenza dei piani. Da un lato, in un’ottica di vigilanza, l’adozione di un efficace piano di risanamento rappresenta uno strumento di prevenzione della crisi, dall’altro un valido strumento (oltre che un obbligo) per una “sana” e “prudente” gestione. Ciò, quale conseguenza della confermata importanza anche del sistema di *governance* di un’impresa quale ulteriore fattore per assicurare che la stessa mantenga la propria solidità finanziaria. Anche la redazione di tali piani è, infatti, ricondotta espressamente alla *governance* di cui all’articolo 41 della direttiva Solvency II; articolo modificato dalla direttiva 2025/2/UE, richiedendo che il riesame interno periodico del sistema di *governance* dovrà comprendere una “valutazione dell’adeguatezza della composizione, dell’efficacia e della *governance* interna dell’organo amministrativo, direttivo o di vigilanza, tenuto conto della natura, della portata e della complessità dei rischi inerenti all’attività dell’impresa” ed inserendo l’obbligo di affidare a persone “diverse” l’esercizio della funzione di gestione dei rischi, attuariale, di verifica della conformità e di *audit* interno (rispettivamente art. 41, par. 1, 3° comma e art. 41, par. 2-bis, Solvency II)³⁸. Sostanzialmente

³⁸ Si introduce, altresì, l’obbligo di mettere in atto una politica volta a promuovere la diversità in seno all’organo amministrativo, direttivo o di vigilanza, compresa la fissazione di obiettivi quantitativi individuali relativi all’equilibrio di genere (art. 41, par. 1, 3° comma). Si introducono, ancora, specifiche deroghe al sistema di *governance* (così come modificato) per le imprese classificate come piccole e non complesse e per quelle, pur non qualificabili come tali, ma autorizzate ad utilizzare alcune misure di proporzionalità ai sensi del nuovo art. 29-*quinqies* di Solvency II (art. 41, par. 2-bis, 2° comma) e si sostituisce il par. 3 (sempre dell’art. 41) in tema di politiche scritte da tenere, quanto meno, in relazione alla gestione del rischio, al controllo interno, all’*audit* interno e, ove rilevante, all’esternalizzazione. Sulla *governance* delle imprese di assicurazione sia consentito rinviare a S. BUTERA-F. MONTEMAGGIORI, *La governance delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Assicuraz.*, 2018, Numero unico, 41; sulle novità introdotte dalla (proposta) di direttiva 2025/2/UE ma con considerazioni sostanzialmente sovrapponibili al contenuto della direttiva, v. A. M. AMBROSELLI, *Key features of a sound governance system for (re)insurance groups and the application – mutatis mutandis – of the requirements applicable at solo level*, in *Assicuraz.*, 2024, 3, 584.

riproponendo l'impostazione della BRRD si prevede che i piani preventivi siano "valutati" e "approvati" dall'organo di amministrativo, direttivo o di vigilanza e sottoposti alle autorità di vigilanza.

La formulazione del piano di risanamento, pertanto, investe la responsabilità degli organi aziendali, con funzione di supervisione strategica, con funzione di gestione e con funzione di controllo; segnatamente della funzione di *Risk management*. Il piano di risanamento, infatti, deve essere inquadrato coerentemente nell'ambito delle scelte aziendali sul governo dei rischi e sulla pianificazione patrimoniale. Anche per le imprese del settore, la *governance* «sana e prudente» è intrinsecamente legata alla capacità degli organi sociali di prevenire e comunque gestire situazioni di crisi finanziaria.

In tali circostanze, gli amministratori sono chiamati a bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli degli assicurati e degli altri *stakeholder*: si tratta di un equilibrio fondamentale per mantenere la fiducia nel sistema assicurativo e garantire la stabilità del mercato. In linea con il *trend*, ormai consolidato, per tutte le imprese di un obbligo di istituire «assetti adeguati», anche in funzione della «rilevazione tempestiva della crisi», vengono introdotti obblighi specifici per gli amministratori nelle varie fasi del risanamento e della risoluzione.

Questi ultimi dovranno, infatti, assicurare che le decisioni prese siano nell'interesse migliore della compagnia, evitando conflitti di interesse e garantendo trasparenza nelle operazioni, saranno obbligati a collaborare attivamente con le autorità di vigilanza, fornendo tutte le informazioni necessarie, nonché ad attuare le misure richieste per il risanamento o la risoluzione. Gli organi sociali dovranno, dunque, essere proattivi nell'elaborazione e nell'aggiornamento di tali piani, assicurando che siano realistici e attuabili. A tale stregua, gli amministratori sono chiamati a integrare nei processi decisionali strumenti di gestione del rischio più avanzati ed a monitorare costantemente i punti di intervento precoce, attraverso indicatori che segnalino potenziali situazioni di crisi; la IRRD, infatti, prevede che le misure preventive siano documentate in modo chiaro e valutate periodicamente.

La risoluzione ordinata di una compagnia di assicurazione richiederà meccanismi che permettano di proteggere gli assicurati e di mantenere la stabilità del sistema finanziario, per cui gli amministratori devono essere consapevoli delle implicazioni delle loro decisioni e

agire in conformità con le normative vigenti, garantendo una transizione che minimizzi l'impatto negativo sugli *stakeholder*³⁹.

Di pari rilievo nella gestione della crisi è la disciplina dei «piani di risoluzione» predisposti dalle autorità di risoluzione e che costituiscono la cornice strategica per l'intervento in caso di dissesto, dovendo individuare le funzioni essenziali da preservare, le modalità operative di intervento, i soggetti coinvolti e l'eventuale utilizzo di strumenti di risoluzione, nel rispetto dei principi di continuità operativa e di tutela degli assicurati.

Al riguardo le autorità dovranno predisporre piani di risoluzione per quelle imprese per le quali ritengano più probabile che la risoluzione sia nell'interesse pubblico⁴⁰ o per quelle che si ritiene che svolgano funzioni essenziali e, in ogni caso, in modo tale che almeno il 40% del mercato (ri)assicurativo vita e non vita siano soggetti a un piano di risoluzione. I piani di risoluzione dovranno essere predisposti in

³⁹ Tale disposizione si traduce in un rafforzamento della *governance* interna, in linea con le *best practices* del diritto societario europeo e con le disposizioni del quadro Solvency II. La responsabilità degli organi sociali si estende anche alle omissioni che possono aggravare la crisi finanziaria: ad esempio, la mancata predisposizione di un piano di risanamento conforme ovvero il ritardo nel notificare segnali di stress finanziario alle autorità di vigilanza possono comportare conseguenze patrimoniali e giuridiche significative per gli amministratori. Alla luce del quadro che ne risulta, può affermarsi che l'introduzione della IRRD comporta cambiamenti significativi per gli operatori del settore, che devono adattare i propri modelli di *governance*, di gestione del rischio e pianificazione operativa alle nuove disposizioni. Gli obblighi di predisporre piani preventivi di risanamento ovvero di rispettare piani di risoluzione richiedono alle imprese di sviluppare una conoscenza approfondita della propria struttura organizzativa e finanziaria, nonché di implementare sistemi di monitoraggio in grado di identificare tempestivamente situazioni di stress. Le grandi compagnie assicurative, in particolare quelle con operazioni transfrontaliere, sono chiamate a rivedere le proprie strategie di gestione del rischio per rispondere ai requisiti di cooperazione e trasparenza previsti dalla IRRD, il che implica una maggiore interazione con le autorità di vigilanza nazionali e l'EIOPA, oltre alla necessità di garantire che le pratiche operative siano allineate agli standard armonizzati a livello europeo. Ciò con un importante impatto avuto riguardo ai costi di conformità, atteso che l'implementazione della IRRD comporterà spese iniziali significative per le imprese, legate alla creazione di nuovi strumenti di pianificazione, alla formazione del personale ed all'adeguamento dei sistemi informatici.

⁴⁰ Sussistenza dell'interesse pubblico che, come si vedrà, rappresenta una delle condizioni necessarie affinché possa essere avviata un'azione di risoluzione, v. *infra* § 5.

anticipo dalle autorità di risoluzione designate, in collaborazione con le imprese assicurative e nel rispetto degli obiettivi della risoluzione; valutati e aggiornati periodicamente (almeno ogni due anni ovvero in caso di modifiche rilevanti) e trasmessi all'EIOPA a fini di coordinamento sovranazionale.

Quanto alla prima valutazione, da effettuarsi nella fase preparatoria, le autorità di risoluzione (previa consultazione dell'autorità di vigilanza) dovranno vagliare la "possibilità" di risoluzione, senza presupporre un sostegno finanziario pubblico straordinario; salvo il ricorso a sistemi di garanzia delle assicurazioni o ai meccanismi di finanziamento di cui all'art. 81. Tale possibilità si concretizzerà sulla "fattibilità" e "credibilità" che l'impresa sia liquidata con procedura ordinaria di insolvenza o sia sottoposta a risoluzione applicando i relativi strumenti e poteri e tenendo conto, quanto meno, delle «misure» per la valutazione specificate nell'allegato alla direttiva⁴¹.

In altre parole, parallelamente ai piani preventivi di risanamento, la IRRD prevede l'elaborazione di piani di risoluzione, che delineino le azioni da intraprendere qualora una compagnia assicurativa non sia in grado di riprendersi autonomamente da una crisi finanziaria: la risoluzione si configura, allora, quale misura straordinaria, destinata a preservare le funzioni essenziali dell'impresa assicurativa e a proteggere gli interessi degli assicurati, evitando, al contempo, l'uso di fondi pubblici.

A tale stregua, può sinteticamente rilevarsi come un tratto distintivo dei piani di risoluzione nella IRRD risieda nell'attenzione alla minimizzazione del rischio sistemico rispecchiando così la differenza

⁴¹ Pur nella puntuale elencazione e puntualizzazione, nell'allegato, delle misure da valutare (quali: continuità operativa; accesso alle infrastrutture dei mercati finanziari; separabilità; capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione; liquidità e finanziamento nel quadro della risoluzione; sistemi informativi e prescrizioni in materia di dati; comunicazione; *governance*; credibilità e impatto su contraenti, creditori, controparti e dipendenti ovvero sull'economia a reale o sulla stabilità finanziaria e sulla possibilità di contenere il contagio, tenendo conto delle possibili azioni che le autorità dei paesi terzi possono adottare;) l'art. 13, par. 5, demanda all'EIOPA l'emanazione di appositi orientamenti volti a specificare ulteriormente i criteri per la valutazione della possibilità di risoluzione, v. EIOPA-BoS-25-102, *Consultation paper on the proposal for Guidelines to specify further the matters and criteria for the assessment of the resolvability of undertakings or groups*, 29 aprile 2025.

rispetto al settore bancario dove il rischio di contagio è immediato e diretto; anche se le crisi assicurative tendono a manifestarsi in modo graduale, l'interconnessione con altri settori finanziari e la dimensione del mercato delle assicurazioni richiedono una pianificazione meticolosa per evitare che eventuali difficoltà si traducano in instabilità economica generalizzata⁴².

La “Preparazione” della gestione della crisi delinea, allora, una strategia di continuità operativa nel settore assicurativo, fondata sulla cooperazione inter-autorità, sulla pianificazione preventiva, sulla capacità di intervento strutturale nonché, in tal guisa, sulla valorizzazione della resilienza delle imprese, orientandosi l'azione regolatoria, come un *continuum* rispetto alle procedure introdotte dalla Solvency II, verso la prevenzione e la sostenibilità, piuttosto che verso la mera gestione liquidatoria della crisi.

5. «Condizioni» e...

Il processo di risoluzione delle imprese di assicurazione è disciplinato in modo articolato da un *corpus* di norme volte a garantire una gestione ordinata delle crisi, salvaguardando la stabilità finanziaria e tutelando i diritti di contraenti, beneficiari e creditori.

Il già citato nucleo regolatorio della fase di risoluzione può essere attivato solo in presenza di talune condizioni oggettive e nel rispetto dei principi della risoluzione.

Per avviare un'azione di risoluzione occorrerà contestualmente: che

⁴² Gli elementi che devono essere contenuti (ove possibile in forma “quantificata”) nei piani di risoluzione vengono indicati dall'art. 9, par. 6, e possono sinteticamente raggrupparsi in elementi che attengono prevalentemente alle possibili opzioni degli strumenti di risoluzione, ai loro effetti, ai tempi di realizzo, alla valutazione della loro fattibilità ovvero agli eventuali impedimenti e alle relative misure che l'autorità ha il potere di applicare per la loro rimozione (v. *infra* § 7); nonché le modalità di finanziamento delle possibili opzioni (senza presupporre un sostegno pubblico straordinario) su tale contenuto, si rinvia a EIOPA-BoS-25-101, *Consultation paper on the proposal for Regulatory Technical Standards on the content of resolution plans and group resolution plans*, 29 aprile 2025, su poteri per affrontare o rimuovere impedimenti alla risoluzione, v. EIOPA-BoS-25-103, *Consultation paper on the proposal for Guidelines on further details on the measures to remove impediments to resolvability and the circumstances in which each measure may be applied*, 29 aprile 2025.

l'impresa sia stata dichiarata (dall'autorità di vigilanza previa consultazione dell'autorità di risoluzione ovvero dall'autorità di risoluzione, previa consultazione dell'autorità di vigilanza)⁴³ in dissesto o a rischio di dissesto⁴⁴, non devono essere percorribili misure alternative e la risoluzione risulti nell'interesse pubblico.

Prima di sottoporre un'impresa a risoluzione l'autorità di risoluzione dovrà, dunque, effettuare (ai sensi dell'art. 23) una "prima" «valutazione ai fini della risoluzione» volta appunto ad accertare la sussistenza delle citate condizioni.

La seconda valutazione, che si ha cura di precisare essere distinta da quella effettuata dall'autorità di vigilanza (di cui nel testo), avverrà ad opera di una "persona indipendente" che "dopo" l'avvenuta azione e/o azioni di risoluzione accerti il rispetto del principio *no-creditors-worse-off*. Se da tale valutazione dovesse emergere che l'autorità avrebbe dovuto avviare la l.c.a. anziché la risoluzione, ai sensi dell'art. 56, si dovrà riconoscere agli azionisti o ai creditori una differenza tra quanto hanno ricevuto dalla risoluzione e quanto avrebbero ottenuto con la l.c.a.

Quanto alla sussistenza dell'interesse pubblico, la Commissione non ha (e deve ritenersi volutamente) tenuto conto delle criticità e problematiche sollevate dalla precedente esperienza del BRRD, atteso

⁴³ Gli Stati membri devono al riguardo provvedere che l'autorità di risoluzione disponga degli strumenti necessari, in particolare di un accesso adeguato alle informazioni pertinenti, per stabilire il dissesto o il rischio di dissesto previa consultazione dell'autorità di vigilanza. L'autorità di vigilanza dovrà fornire senza indugio all'autorità di risoluzione tutte le informazioni pertinenti che quest'ultima richieda al fine di elaborare la sua valutazione (art. 19, par. 3 IRRD).

⁴⁴ Il dissesto o il rischio di dissesto viene, per l'imprescindibile coordinamento con le previsioni della Solvency II, collegato al mancato rispetto (o al rischio che l'impresa non rispetti) il requisito patrimoniale minimo di cui alla citata direttiva e non vi siano "ragionevoli" prospettive di ripristino della conformità ovvero alla circostanza che l'impresa di assicurazione o di riassicurazione non soddisfi più le condizioni di autorizzazione o sia gravemente inadempiente agli obblighi previsti dalle disposizioni legislative e regolamentari cui è soggetta, o vi siano circostanze evidenti di gravi inadempimenti tali da giustificare la revoca dell'autorizzazione. Ai fini della condizione in esame avrà altresì rilievo il livello delle passività ove superiori alle attività e l'incapacità dell'impresa di adempiere i propri debiti, compresi i pagamenti in scadenza ai contraenti o ai beneficiari, e infine che la condizione economico-finanziaria sia tale da richiedere un sostegno finanziario pubblico straordinario (art. 19, par. 4).

che non fornisce una definizione di interesse pubblico lasciando, dunque, all'autorità di risoluzione la discrezionalità di verificare se la risoluzione sia necessaria per il conseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione e sia proporzionata agli stessi.

In altri termini, ancora una volta, la valutazione dell'interesse pubblico si concretizzerà mettendo a confronto la risoluzione con l'insolvenza e valutando in che modo ogni scenario consenta di realizzare gli obiettivi della risoluzione.

Viene singolarmente riproposta (mutuandola dalla BRRD) e quale unica indicazione che, nella valutazione della sussistenza del suddetto interesse, occorrerà verificare se la liquidazione dell'impresa con procedura ordinaria di insolvenza (compresi i sistemi di garanzia delle assicurazioni applicabili a tale impresa) non consenta di realizzare gli obiettivi della risoluzione nella stessa misura.

La singolarità sarebbe da rinvenire nella considerazione che la proposta di revisione della BRRD – tra le modifiche procedurali del raffronto tra risoluzione e procedure di insolvenza nazionali, e pur nel dichiarato intento di mantenere l'insolvenza come opzione predefinita e intatta la discrezionalità dell'autorità di risoluzione nella decisione caso per caso della valutazione dell'interesse pubblico⁴⁵ – richiede «che le procedure di insolvenza nazionali dovrebbero essere selezionate come strategia prescelta solo se consentono di realizzare gli obiettivi del quadro “meglio” della risoluzione (e non nella stessa misura)»; con la conseguenza di aumentare l'onere della prova per le autorità di risoluzione nel dimostrare che la risoluzione non è nell'interesse pubblico.

La motivazione di non riproporre la scelta presentata in sede di revisione della BRRD è, forse, da rinvenire ancor più a monte nella diversa disciplina del ricorso ad un possibile finanziamento pubblico straordinario che deve ritenersi estremamente limitato per le imprese del settore assicurativo, con la conseguenza che difficilmente potrà verificarsi il pericolo (come è avvenuto in occasione della crisi di alcune

⁴⁵ La Commissione europea, in una comunicazione del Commissario ai mercati finanziari rivolta all'ABI, ha tenuto a specificare che la risoluzione non rappresenta «la procedura principale per la gestione di situazioni di crisi»; secondo tale posizione, sarebbero state introdotte modifiche per meglio inquadrare la valutazione dell'interesse pubblico, ma non in misura tale da creare una “presunzione” di procedura di risoluzione, v. ABI, Comunicato stampa del 24 luglio 2023.

banche di piccole e medie dimensioni) di ricorrere *all'escamotage* di essere assoggettate a regimi nazionali per beneficiare di un salvataggio pubblico anziché delle reti di sicurezza finanziate dal settore, come il Fondo di risoluzione unico nell'Unione bancaria⁴⁶. Avuto riguardo alla valutazione dell'interesse pubblico non è inverosimile pensare che si debba tener conto anche del rischio di un eventuale contagio della crisi assicurativa verso quella bancaria sol che si consideri il fenomeno della *bancassurance* e la sempre più frequente partecipazione degli istituti di credito nelle società del settore assicurativo⁴⁷; tenendo conto, in sede di recepimento, anche di una dimensione eventualmente solo regionale di

⁴⁶ Di ciò si dà espressamente atto nella illustrazione del pacchetto legislativo sulla gestione delle crisi e sull'assicurazione dei depositi (CMDI) dove si dichiara, altresì, che le criticità dell'attuale quadro di risoluzione – che non ha conseguito pienamente i principali obiettivi generali, ed in particolare quelli di facilitare il funzionamento del mercato unico bancario dell'UE garantendo condizioni di parità, di gestire le crisi transfrontaliere e nazionali nonché di ridurre al minimo il ricorso al denaro dei contribuenti – sono da rinvenire principalmente a incentivi disallineati nella scelta dello strumento adeguato per gestire le banche in fallimento, che hanno portato alla mancata applicazione del quadro di risoluzione armonizzato, a favore di altre vie. Ciò anche quale conseguenza, nel complesso, all'ampia discrezionalità nella valutazione dell'interesse pubblico, alle difficoltà nell'accedere ai finanziamenti nel quadro della risoluzione senza imporre perdite ai depositanti e a un accesso più agevole ai finanziamenti al di fuori della stessa. Anche il diverso approccio dell'interazione con le procedure di insolvenza nazionali, rappresentano per la commissione (nel quadro della revisione CMDI) il mezzo per addivenire ad un pieno conseguimento degli obiettivi del quadro per renderlo idoneo per tutte le banche dell'UE, a prescindere dalle loro dimensioni, dal loro modello di *business* e dalla loro struttura delle passività, quindi anche per le banche di piccole e medie dimensioni. In tale prospettiva, come si accennerà, la revisione limita il ricorso ad un finanziamento pubblico straordinario e interviene sulla disciplina della c.d. ricapitalizzazione precauzionale (v. *infra* § 12) oltre che introducendo un *corpus* normativo volto a facilitare l'uso di sistemi di garanzia dei depositi, esteso anche agli enti pubblici nonché al denaro dei clienti depositato in alcuni tipi di fondi della clientela, v. M. RISPOLI FARINA, *op. cit.*, 1 ss.

⁴⁷ Cfr. G. C. CIMMINI, *op. cit.*, 3. Ciò sarebbe anche avvalorato da alcune precise indicazioni provenienti dai considerando della stessa direttiva 2025/1/UE, basti pensare ad esempio ai particolari obblighi di condivisione delle informazioni le autorità di risoluzione e di vigilanza delle banche e delle assicurazioni nel caso di «conglomerati finanziari» (considerando n. 13) e in generale alla cooperazione (tra le autorità di risoluzione del settore assicurativo e riassicurativo e del settore bancario) che viene considerata fondamentale per lo svolgimento dei rispettivi compiti di risoluzione (considerando 15).

tale possibile contagio⁴⁸.

6. ... «strumenti» per la gestione “ordinata” del dissesto assicurativo

La risoluzione può articolarsi in una pluralità di strumenti, alcuni, già mutuati dalla BRRD: la vendita dell’attività, l’ente ponte che per la IRRD è un’impresa ponte, la separazione di attività e, per la IRRD, (anche) di passività, altri, prettamente pensati per il settore assicurativo quali il *solvent run-off* e la svalutazione o conversione di attività o passività.

La procedura di *solvent run off* (già utilizzata da alcune autorità nazionali ed oggetto di approfondimento da parte dell’EIOPA)⁴⁹ consente all’impresa di continuare a gestire i contratti per porre fine alle sue attività senza assumere rischi ulteriori a condizione però che, ove l’autorizzazione sia stata revocata, l’impresa, “*immediatamente dopo l’applicazione*”, soddisfi il requisito patrimoniale minimo e sia sottoposta alle norme generali e agli obiettivi della vigilanza assicurativa.

Ove il requisito patrimoniale minimo non venga soddisfatto, l’autorità di risoluzione (“strettamente” collaborando con l’autorità di vigilanza) valuterà se liquidare l’impresa con procedura ordinaria di insolvenza ovvero applicare un altro strumento di risoluzione; stessa alternativa si avrà nel caso in cui il valore del patrimonio netto dell’impresa sia diventato negativo. La procedura di liquidazione sfocerà in una obbligatoria decisione di liquidazione nel caso in cui la totalità o la sostanziale totalità delle attività, diritti o passività siano vendute ad un acquirente terzo ovvero se le attività sono completamente liquidate e le passività completamente soddisfatte⁵⁰.

⁴⁸ La rilevanza della regionalità per la valutazione dell’interesse pubblico viene espressamente riconosciuta dalle modifiche della CMDI, e dalla stessa direttiva in esame, seppur avuto riguardo alle attività, servizi ed operazioni essenziali che si ammette possano essere riconosciute/i come tali a livello di Unione, nazionale o regionale (v. considerando 3).

⁴⁹ V. EIOPA, *Supervisory statement on supervision of run-off undertakings*, 7 aprile 2022.

⁵⁰ L’acquirente dovrà avere i requisiti di autorizzazione, ciò sia per quanto richiesto dall’art. 39 Solvency II sia per quanto si ricava in generale dalla disciplina della vendita di attività di cui all’articolo 31 par. 4, IRRD, che eccezionalmente consente, però, che una domanda di autorizzazione, per l’esercizio dell’attività

Vengono indicati principi comuni per gli strumenti di vendita delle attività, impresa-ponte e separazione di attività e passività e obblighi procedurali relativi alla vendita dell'attività di impresa, di attività di diritti o passività.

In sintesi, quanto ai primi, l'articolo 28 dispone che: tali strumenti possano essere utilizzati senza il consenso degli azionisti dell'impresa in risoluzione o di terzi e senza l'obbligo di rispettare le procedure previste dal diritto societario o mobiliare; dovranno essere soggetti alle salvaguardie previste dagli articoli 55 ss. della IRRD; l'acquirente o l'impresa-ponte (ove soddisfa i relativi criteri per l'appartenenza e la partecipazione) devono poter continuare ad esercitare i diritti di appartenenza e accesso ai sistemi di pagamento, borse valori, sistemi di garanzia e compensazione di cui beneficiava l'impresa in risoluzione; gli azionisti e i creditori dell'impresa in risoluzione che non vengono ceduti non vantano alcun diritto nei confronti dell'acquirente o dell'impresa-ponte.

Quanto agli obblighi procedurali, nella vendita dell'attività di impresa, dell'impresa-ponte (o delle sue attività, dei suoi diritti o delle sue passività) bisognerà rispettare determinati criteri di commercializzazione (indicati dall'art. 29) e chiaramente finalizzati a garantire la concorrenza leale nel mercato unico; tra cui: massima trasparenza, correttezza e veridicità nella rappresentazione di quanto sarà oggetto di cessione; assenza di conflitto di interessi, di indebiti vantaggi e discriminazione tra i potenziali acquirenti; celerità dello svolgimento dell'azione di risoluzione; prezzo di vendita più alto possibile⁵¹.

Quanto nello specifico allo strumento della vendita, l'art. 31, legittima l'autorità di risoluzione ad autorizzare la vendita (della totalità o di parte) dell'attività di un'impresa di (ri)assicurazione senza rispettare gli obblighi procedurali che sarebbero altrimenti applicabili;

acquisita, possa singolarmente essere presa "tempestivamente in considerazione" congiuntamente alla cessione.

⁵¹ Ove i citati criteri di commercializzazione possano compromettere uno o più obiettivi di risoluzione, l'autorità potrà con decisione motivata non rispettare i suddetti criteri, in senso critico, v. COLARUSSO, *op. cit.*, 32, secondo cui, in considerazione dell'ampiezza degli obiettivi, tale previsione potrebbe esporsi al rischio di interpretazioni discrezionali a danno della concorrenza, rendendo tale deroga vaga ed estesa.

la vendita avviene a condizioni di mercato e, come detto, ad un acquirente che disponga di un'adeguata autorizzazione all'esercizio dell'attività che acquisisce⁵².

Qualora una cessione di azioni o di altri titoli di proprietà comporti l'acquisizione o l'incremento di una partecipazione qualificata in un'impresa di (ri)assicurazione, l'autorità di vigilanza (in deroga agli articoli da 57 a 62 della direttiva Solvency II) potrà effettuare la valutazione richiesta dagli stessi articoli "tempestivamente", in modo da non ritardare l'applicazione dello strumento di risoluzione. Se la valutazione non viene completata, entro la data della cessione, si intende avere effetto giuridico immediato. Si prevede, altresì, la sospensione del diritto di voto nel corso del periodo di valutazione o di "spossessamento" attribuendolo esclusivamente all'autorità di risoluzione, seppur escludendo ogni obbligo e responsabilità di esercizio o di astensione di tali diritti di voto.

All'esito della richiamata valutazione l'autorità di risoluzione potrà anche chiedere la dismissione di tali azioni o titoli. Ed ancora, al fine di esercitare il diritto di libera prestazione di servizi o di stabilimento in un altro Stato membro (ai sensi della Solvency II) l'acquisto viene, quanto agli effetti, considerato come una continuazione dell'impresa soggetta a risoluzione potendo l'acquirente disporre degli stessi diritti che erano esercitati da quest'ultima.

La difficoltà di rinvenire, facilmente ed entro breve termine, un acquirente privato interessato rappresenta la principale *ratio* degli strumenti dell'impresa ponte e della società veicolo. Con la prima, l'autorità di risoluzione può disporre la cessione della totalità o di parte delle azioni, dei titoli, delle attività, delle passività o dei diritti del (ri)assicuratore in risoluzione ad un'impresa ponte, a condizione che il valore complessivo delle passività cedute non superi il valore totale dei diritti e dell'attività cedute dall'impresa soggetta a risoluzione.

L'impresa ponte dovrà essere almeno parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche, inclusa eventualmente l'autorità di risoluzione, e si occuperà di vendere sul mercato i *pools* acquistati.

⁵² Nel nostro ordinamento, dall'analisi del Titolo XVI "Misure di salvaguardia risanamento e liquidazione" del d.lgs. n. 209/2005 (CAP) e dall'esperienza IVASS risulta chiaramente che vengono già utilizzati strumenti e poteri di risoluzione, come ad esempio la cessione di rami d'azienda. v. IVASS, Quaderno IVASS n. 11, parte III, *La gestione delle crisi nel settore bancario e assicurativo*, maggio 2018, 184.

Dovrà, inoltre, rispettare i requisiti di cui all'articolo 33, tra cui, ad esempio, nomina o approvazione (a seconda dell'assetto proprietario) da parte dell'autorità di risoluzione dell'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza e approvazione sempre da parte della stessa: dell'atto costitutivo; della remunerazione dell'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza; della strategia e del profilo di rischio dell'impresa-ponte nonché avere l'autorizzazione all'esercizio delle attività assicurative cedute⁵³. L'impresa-ponte, essendo una continuazione dell'impresa soggetta a risoluzione, continuerà ad esercitare i diritti che spettavano a quest'ultima senza che possa ritenersi responsabile nei confronti degli azionisti e dei creditori dell'impresa oggetto di risoluzione.

Si prevede un'esenzione di responsabilità anche per i membri dell'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza o dell'alta dirigenza che non sono ritenuti responsabili per gli atti od omissioni nell'esercizio delle proprie funzioni, salvo che per colpa grave e danni diretti ai diritti di azionisti o creditori; responsabilità che potrà essere ulteriormente limitata dagli Stati membri⁵⁴.

I compiti e diritti dell'impresa ponte potranno essere attribuiti nel rispetto delle condizioni stabilite dall'art. 34, anche a un sistema di garanzia delle assicurazioni il cui finanziamento sia "adeguato" a garantire la continuità dei rapporti assicurativi e la liquidazione dei crediti di assicurazione.

La cessione di attività, diritti o passività di una o più imprese soggette a risoluzione o di un'impresa ponte può avvenire anche ad una società veicolo ma solo in combinazione con un altro strumento e solo se: la situazione del particolare mercato per le attività, i diritti o le passività in questione è tale che una loro liquidazione potrebbe avere effetti negativi su uno o più mercati finanziari; la cessione è necessaria per facilitare il *solvent run-off* o il corretto funzionamento dell'impresa in risoluzione o dell'impresa-ponte e per massimizzare i proventi della

⁵³ Autorizzazione che, ove necessario per conseguire gli obiettivi della risoluzione, potrà avvenire anche in deroga all'ottemperanza ai requisiti della direttiva 2009/138/CE, purché per un periodo non superiore a 24 mesi.

⁵⁴ In senso critico si è osservato come la mancanza di azioni di responsabilità nel contesto della risoluzione potrebbe comportare una violazione del NCWO rispetto alla l.c.a., oltre al discredito sociale del settore e della procedura, v. COLARUSSO, *op. cit.*, 33.

liquidazione.

La società veicolo deve avere la stessa natura dell'impresa ponte ma si caratterizza tuttavia per un distinto scopo, in quanto l'art. 30 prevede che tale società dovrà gestire i portafogli ceduti al fine di «*di massimizzarne il valore attraverso la vendita o la liquidazione ordinata*»⁵⁵. In determinati casi l'autorità di risoluzione può ritrasferire all'impresa in risoluzione quanto ceduto alla società veicolo e anche la società veicolo e i suoi esponenti beneficeranno delle stesse limitazioni di responsabilità previste per l'impresa-ponte.

Il *bail-in* bancario chiaramente ispira lo strumento della svalutazione e conversione, senza tuttavia prevedere una riorganizzazione aziendale.

Ai sensi dell'art. 35, tale strumento è funzionale: a ricapitalizzare l'impresa in misura sufficiente ad applicare il *solvent run-off* mantenendo l'autorizzazione a norma della direttiva Solvency II; a convertire in capitale o svalutare il valore nominale dei crediti (compresi i crediti di assicurazione) o dei titoli di debito ceduti a un'impresa ponte, a una società veicolo o a una società acquirente.

Nell'applicare tale strumento ai crediti di assicurazione si riconosce all'autorità il potere di ristrutturare i termini dei relativi contratti se ciò, tenuto conto dell'impatto sull'interesse collettivo dei contraenti, sia funzionale a conseguire più efficacemente gli obiettivi della risoluzione. In tal caso, i contratti ristrutturati dovranno soddisfare i livelli minimi di copertura obbligatoria previsti dal diritto applicabile.

Particolare attenzione ha ricevuto (rispetto alla proposta di direttiva) la disciplina dei limiti dell'applicazione di tale strumento ai crediti di assicurazione sia per aderire alle principali osservazioni e criticità sollevate dall'EIOPA⁵⁶ sia per coordinare la previsione della possibile

⁵⁵ Lo strumento è praticamente sovrapponibile alla *bad bank* nella risoluzione bancaria.

⁵⁶ Il riferimento è alle osservazioni già evidenziante nel già citato parere *Opinion to institutions of the European Union on the harmonisation of recovery and resolution frameworks for (re)insurers across the member States*, in cui l'EIOPA evidenzia i potenziali rischi derivanti dall'allocazione delle perdite agli assicurati e pertanto consiglia di avvalersi di tale potere come ultima risorsa, purché siano previste solide garanzie; pur riconoscendo in alcune situazioni che gli assicurati potrebbero trarre maggiori benefici dalla risoluzione (ovvero dopo aver subito l'allocazione di alcune perdite) piuttosto che dalla liquidazione, atteso che la prosecuzione dei loro contratti assicurativi, anche a condizioni ridotte o modificate, potrebbe essere più vantaggiosa rispetto alla sostituzione dei contratti con nuovi contratti ai prezzi di mercato vigenti.

svalutazione e/o conversione dei crediti di assicurazione con parte del contenuto dell'articolo 275 Solvency II, che riconosce a tali crediti un privilegio speciale. In tale prospettiva, si esclude (anche ove disciplinate dal diritto di uno Stato membro) che possano essere svalutate o convertite le passività derivanti dall'assicurazione obbligatoria della responsabilità civile risultante dalla circolazione degli autoveicoli mentre si demanda ai singoli Stati la discrezionalità di prevedere o meno l'esclusione di tale strumento per le passività derivanti da crediti di assicurazione presenti e futuri ove siano coperti da attività che rappresentano le riserve tecniche (ai sensi dell'art. 275, par. 1, lett. a) Solvency II). Non sarà, pertanto, possibile estendere tale esclusione agli altri crediti di assicurazione pur garantiti da un privilegio di grado superiore a tutti gli altri crediti verso l'impresa di assicurazione (art. 275, par. 1, lett. b) Solvency II).

Tra le passività da escludere, in ogni caso, oltre a quelle tramandate dalla BRRD, l'art. 35 par. 5, aggiunge le passività nei confronti di enti creditizi, delle imprese di investimento e di (ri)assicurazione salvo che non facciano parte dello stesso gruppo. Tra le passività da escludere (integralmente o parzialmente) in circostanze eccezionali (e previa valutazione dell'autorità di risoluzione) viene aggiunta l'ipotesi in cui l'esclusione sia strettamente necessaria e proporzionata per garantire il risarcimento ai terzi per i danni alle persone e i danni coperti da contratti di assicurazione relativi alla responsabilità civile nei casi in cui tali contratti siano obbligatori a norma del diritto applicabile.

Ancora, con formulazione parzialmente diversa ma sostanzialmente sovrapponibile le autorità possono escludere talune passività ove l'esclusione sia *strettamente necessaria e proporzionata per evitare di provocare un ampio contagio, che potrebbe provocare una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro o dell'Unione*. L'eventualità viene collegata, in particolare, alla necessità di evitare che possa determinarsi un ampio contagio dei depositi ammissibili detenuti da persone fisiche e da micro, piccole e medie imprese che perturberebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari, incluse le infrastrutture di tali mercati, in un modo che potrebbe

Ed ancora, avuto particolare riguardo alle polizze obbligatorie si osserva come il potere di ristrutturare, limitare o svalutare i diritti degli assicurati derivanti da polizze in vigore non sembra fattibile dal punto di vista legale poiché ciò potrebbe portare a polizze che offrono coperture inferiori al minimo richiesto dalla legge.

determinare una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro o dell'Unione.

7. Poteri delle autorità di risoluzione, continuità operativa e tutela contrattuale

L'autorità di risoluzione è investita di poteri ampi e penetranti, sia sotto il profilo organizzativo che patrimoniale, e fin dalla fase della programmazione.

Particolarmente significativa è l'attribuzione alle autorità di risoluzione del potere di imporre modifiche organizzative alle imprese, qualora rilevino ostacoli significativi alla risolvibilità. Tali modifiche possono riguardare la struttura societaria, le linee di *business*, i contratti operativi, la distribuzione del capitale ovvero altri aspetti materiali dell'organizzazione: la direttiva *de qua* ne disciplina i presupposti e le modalità di intervento, prevedendo una procedura articolata che tutela il contraddittorio ed i diritti della difesa (art. 15 IRRD).

Si ripropongono, anche in tale settore (come per gli enti creditizi), i poteri dell'autorità di incidere sulla *governance* e si ribadisce che la nomina di un amministratore speciale rientra tra le «*misure di gestione della crisi*»⁵⁷.

Tale amministratore sarà dotato di poteri sostitutivi degli organi societari e vincolato all'attuazione delle misure decise dall'autorità; in particolare, l'amministratore opererà sotto la supervisione della stessa autorità, a cui deve rendere conto periodicamente, e potrà essere revocato in ogni momento (art. 44). Nell'invariata formulazione dell'esercizio dei poteri di risoluzione di cui all'art. 54 della IRRD (rispetto alle omologhe previsioni dell'art. 72 della BRRD)⁵⁸, nel recepimento della direttiva in esame gli Stati membri potranno, dunque, riproporre le medesime alternative: della decadenza degli organi di amministrazione e controllo e dell'alta dirigenza con la nomina di un amministratore speciale e, dunque, in altri termini optare per uno

⁵⁷ Sul tema sia consentito rinviare a V. M. P. CARIDI, *L'amministrazione speciale: struttura, funzione, disciplina*, in *L'unione bancaria europea*, M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), Pisa, 2016, 467.

⁵⁸ Esercizio dei poteri di risoluzione che, come è noto, sono funzionali a consentire all'autorità di risoluzione un controllo sull'impresa, seppur con esenzioni di responsabilità della gestione.

spossessamento dell'impresa; non nominare un amministratore speciale attuando il programma di risoluzione attraverso atti dell'autorità «*che tengono luogo di quelli dei competenti organi sociali*» ovvero non rimuovere gli organi gestori ed agire con provvedimenti particolari anche rivolti agli organi dell'ente in risoluzione, fermo restando, in ogni caso, per adeguarsi alle previsioni dell'art. 54 par. 1, comma 2°, di disporre la sospensione dei diritti di voto conferiti dalle azioni o da altri titoli di proprietà durante il periodo di risoluzione⁵⁹.

La direttiva *de qua* attribuisce alle autorità di risoluzione poteri specifici per garantire la continuità operativa delle funzioni essenziali, imponendo la fornitura di servizi o strumenti operativi da parte di soggetti del gruppo o di prestatori terzi, anche in stato di insolvenza e in particolari situazioni economico-finanziarie degli stessi⁶⁰.

In tale prospettiva, si inseriscono le misure per assicurare l'efficacia transfrontaliera della risoluzione, nello specifico la cessione di diritti, attività e passività deve essere riconosciuta negli altri Stati membri, che non possono ostacolare né annullare gli effetti della risoluzione disposta dall'autorità competente⁶¹.

Previsione di grande rilievo è il trattamento delle clausole contrattuali potenzialmente in conflitto con le misure di risoluzione: l'art. 48 esclude che l'attivazione degli strumenti di gestione della crisi possa, di per sé, integrare un evento di *default* contrattuale o costituire causa di escussione della garanzia, estinzione, compensazione o esercizio di diritti di *netting*. Tale disposizione, qualificata come norma di applicazione necessaria *ex art. 9 del Reg. (CE) 593/2008, c.d. Roma I*, impone un bilanciamento tra stabilità sistemica e libertà contrattuale,

⁵⁹ Ciò per adeguarsi alle previsioni di cui all'art. 54 par., 1 comma 2, IRRD.

⁶⁰ Si potrà, cioè, prevedere che l'autorità possa imporre ad un prestatore di servizi essenziali di continuare a fornire, direttamente o indirettamente, beni e servizi a un'impresa soggetta a risoluzione e dopo l'avvio dell'azione di risoluzione se le attività del prestatore di servizi essenziali sono inferiori alle passività (o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro lo saranno) ovvero se il prestatore di servizi essenziali non sia in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza o ancora, vi siano elementi oggettivi a sostegno della convinzione che il prestatore si troverà in una tale situazione nel prossimo futuro (art. 45, IRRD).

⁶¹ IRRD, art. 46. Il medesimo principio di efficacia extraterritoriale ispira il successivo art. 47, che si occupa del trattamento di attività, diritti e passività disciplinati dal diritto di Paesi terzi.

subordinando la tutela dell'autonomia privata all'effettiva minaccia per la finalità pubblica della risoluzione.

Ulteriori poteri sono riconosciuti alle autorità per sospendere temporaneamente obblighi contrattuali (art. 49), limitare l'opponibilità delle garanzie (art. 50), sospendere i diritti di recesso (art. 51) e congelare i diritti di rimborso nei contratti vita (art. 53). Poteri "eccezionali" finalizzati ad evitare il disordine nell'esecuzione contrattuale durante la fase più critica della risoluzione, sempre subordinatamente al rispetto degli obblighi sostanziali e con esclusione dei sistemi finanziari regolati dalla direttiva 98/26/CE e delle controparti centrali (CCP) riconosciute.

Per garantire certezza giuridica e tutela degli investitori, si prevede l'obbligo per i soggetti assicurativi di inserire nei contratti disciplinati da ordinamenti di Paesi terzi apposite clausole di riconoscimento dei poteri di sospensione e conversione (artt. 47 e 52); la mancata inclusione delle clausole non impedisce l'esercizio dei poteri, ma può rendere incerta la loro efficacia in sede internazionale, imponendo agli Stati membri l'obbligo di ottenere pareri legali indipendenti che ne attestino la validità.

I poteri di intervento vengono limitati riproponendo l'articolato sistema di salvaguardie. In primo luogo, è garantito un trattamento equivalente a quello che sarebbe spettato agli azionisti e creditori in caso di liquidazione ordinaria: se la risoluzione determina un pregiudizio maggiore rispetto alla procedura concorsuale, è riconosciuto un diritto alla compensazione della differenza; a tal fine si prevede una valutazione da parte di un soggetto indipendente e successiva all'azione di risoluzione⁶².

In secondo luogo, sono tutelate le controparti contrattuali di strumenti complessi (garanzie, riassicurazione, finanza strutturata, polizze *unit-linked*), impedendo che la cessione parziale di posizioni contrattuali comprometta l'equilibrio complessivo dell'accordo; tale blocco mira a preservare la coerenza sistemica dei contratti, impedendo selettività nella cessione che possa alterarne la funzione economica.

Pur nell'innegabile ruolo che la direttiva riconosce all'autorità di risoluzione, è del pari evidente come la stessa si basi su un modello collaborativo di *governance* della crisi che coinvolge non solo le

⁶² Sistema di salvaguardie disciplinato nel Capo V, artt. 55-62.

autorità di risoluzione ma anche l'autorità di vigilanza, le imprese assicurative, i loro azionisti, i creditori e gli assicurati, creando un sistema di responsabilità condivisa che mira a prevenire e gestire le crisi in modo coordinato e trasparente. Le autorità di vigilanza nazionali svolgono un ruolo cruciale nell'attuazione della IRRD, assumendo la responsabilità di monitorare il rispetto dei requisiti normativi, valutare i piani preventivi di risanamento ed intervenire tempestivamente in caso di crisi. Tale autorità dovrà condurre regolari valutazioni dei piani preventivi di risanamento, analizzandone la fattibilità, la credibilità e la capacità di garantire la continuità delle funzioni critiche.

In tale quadro collaborativo, elemento qualificante è da riconoscere al dialogo tra autorità di vigilanza e autorità di risoluzione, atteso che tale cooperazione è essenziale per garantire la coerenza tra le strategie di risanamento e le misure di risoluzione, evitando duplicazioni o conflitti operativi.

Un aspetto chiave del ruolo delle autorità di vigilanza è anche il coordinamento a livello europeo: la IRRD prevede la creazione di collegi di risoluzione per le imprese transfrontaliere, composti dalle autorità di vigilanza nazionali, dall'EIOPA e, ove applicabile, da altre autorità di paesi terzi; questi collegi sono pensati per garantire un approccio armonizzato e cooperativo nella gestione delle crisi transnazionali, riducendo il rischio di conflitti giurisdizionali e di misure incoerenti. L'EIOPA, in qualità di autorità di coordinamento a livello europeo, svolge un ruolo fondamentale nel promuovere l'applicazione uniforme della direttiva; essa fornisce linee guida e strumenti metodologici per supportare le autorità nazionali nella valutazione dei rischi e nella predisposizione dei piani di risoluzione. Inoltre, l'EIOPA interviene come mediatore in caso di disaccordi tra le autorità nazionali, contribuendo a rafforzare l'integrazione del mercato assicurativo europeo e partecipa ai *supervisory colleges* chiamati ad approvare i modelli interni dei più grandi gruppi assicurativi europei⁶³.

In tale contesto, seppur con finalità diverse, si inserisce, l'espresso riconoscimento dei «conglomerati finanziari» stabilendo obblighi di

⁶³ Sul punto si condivide l'osservazione che tale previsione apra le porte ad un allargamento delle competenze dell'EIOPA, rimanendo tuttavia poco chiaro se l'assetto ricalcherà quello già sperimentato con l'interazione tra BCE ed autorità nazionali; il dubbio viene sollevato in modo particolare per i grandi gruppi assicurativi operanti *cross-border*, cfr., G. C. CIMMINI, *op. cit.*, 2 ss.

condivisione delle informazioni tra le autorità di risoluzione e di vigilanza delle banche e quelle delle assicurazioni dovendo riconoscere alle autorità di risoluzione il diritto reciproco di partecipare, quali osservatori, ai collegi di risoluzione dei gruppi di imprese non appartenenti al settore di specifica pertinenza che siano da qualificare come conglomerati o partecipino a un conglomerato finanziario; ciò anche al fine di ridurre gli oneri amministrativi.

Nella risoluzione potrà essere coinvolta anche l'autorità giudiziaria ammettendo che la stessa possa essere autorizzata ad un'approvazione *ex ante* volta ad un controllo di legittimità, a condizione che il giudizio sia svolto con urgenza e riconoscendo appositi diritti di impugnazione avverso le decisioni di risoluzione; seppur sottoponendo tale regime a regole speciali: l'efficacia della decisione contestata non sarà automaticamente sospesa in quanto la sospensione si presume (relativamente) contraria all'interesse pubblico.

In caso di annullamento, gli effetti si limitano alla riparazione delle perdite, senza possibilità di rimettere in discussione operazioni concluse con terzi in buona fede. Viene, in tal guisa, introdotto un bilanciamento tra tutela giurisdizionale e certezza del diritto, in linea con i principi consolidati in materia di risoluzione bancaria.

Il quadro normativo si completa con una serie di obblighi procedurali, volti a garantire trasparenza, pubblicità e riservatezza nelle decisioni delle autorità: in particolare, l'art. 65 prevede la pubblicazione degli atti di risoluzione su più canali istituzionali, assicurando la conoscibilità da parte dei soggetti interessati; è altresì sancito un generale obbligo di segreto professionale per tutte le autorità e i soggetti coinvolti nel processo.

8. Governance multilivello e meccanismi di coordinamento nella risoluzione dei gruppi assicurativi: cenni

La IRRD introduce una debita disciplina volta a coordinare le previsioni introdotte per le imprese singole con le specificità dei gruppi di impresa e dei gruppi transfrontalieri. L'impostazione è coerente con il principio generale (di cui alla Solvency II) dell'applicazione della disciplina prevista per le imprese individuali – *mutatis mutandis* – alla governance dei gruppi.

La nozione di gruppo viene individuata per *relationem* a quella

rilevante ai fini della vigilanza di gruppo (così come modificata dalla direttiva n. 2025/2/UE)⁶⁴.

La disciplina del procedimento di risanamento e risoluzione (come quella in tema di *governance*) parte dalla premessa che il gruppo debba essere considerato (ove possibile) come un'unica entità giuridica pur nell'innegabile considerazione che il dissesto di un'impresa "affiliata" possa rapidamente avere ripercussioni sulla solvibilità del gruppo. Conseguentemente, i piani di risanamento (da predisporre dalla capogruppo) e i piani di risoluzione (di competenza delle autorità di risoluzione a livello di gruppo)⁶⁵, pur dovendo riguardare il gruppo nel suo complesso, non possono prescindere dall'individuazione di misure che tengano conto anche delle singole imprese "figlie", proporzionalmente alla loro rilevanza non solo per il gruppo ma per i contraenti, l'economia reale e il sistema finanziario negli Stati membri in cui tali imprese figlie operano⁶⁶.

La procedura già consolidata è quella di una «decisione congiunta»

⁶⁴ Le modifiche, in via di estrema sintesi, hanno interessato l'art. 212 lett. c) di Solvency II e sono finalizzate a facilitare l'individuazione delle imprese che non rientrino nell'ambito di applicazione della direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese e i gruppi orizzontali. Sul tema sia consentito rinviare all'approfondita analisi di A. M. AMBROSELLI, *Key features of a sound governance system for (re)insurance groups and the application – mutatis mutandis – of the requirements applicable at solo level*, *op. cit.*, che, seppur effettuata avuto riguardo alla proposta di modifica della Solvency II, è da ritenersi conforme alle previsioni della versione definitiva della direttiva 2025/2/UE. Più nello specifico l'Autrice evidenzia cosa debba intendersi per "a livello di gruppo" ovvero l'ambito di applicazione al gruppo delle regole di *governance* stabilite a livello individuale; quale entità all'interno del gruppo è responsabile dell'applicazione dei sistemi di amministrazione adottati dal gruppo e nei confronti dei supervisori; come prevenire e gestire i potenziali conflitti di interesse.

⁶⁵ Definita come l'autorità di risoluzione nello Stato membro in cui si trova l'autorità di vigilanza del gruppo; autorità quest'ultima determinata conformemente ai requisiti di cui all'art. 247 di Solvency II.

⁶⁶ La predisposizione di piani preventivi di risanamento e di piani di risoluzione individuali per le imprese che fanno parte di un gruppo dovrebbe rimanere una circostanza eccezionale, debitamente giustificata, e rispettare le medesime norme che sono applicate a imprese comparabili nello Stato membro interessato; piani individuali che dovranno, in ogni caso, essere coerenti con i piani predisposti per il gruppo nel suo complesso.

delle autorità interessate⁶⁷: sul riesame e valutazione del piano preventivo di risanamento, sull'opportunità di predisporre un tale piano su base individuale, sull'adozione del piano di risoluzione a livello di gruppo e sull'individuazione degli eventuali impedimenti alla possibilità di risoluzione e sulla valutazione delle misure necessarie per rimuovere gli stessi⁶⁸.

Particolare attenzione è dedicata alla prevenzione e risoluzione di gruppi assicurativi con operatività transfrontaliera, imponendo una disciplina imperniata su criteri di coordinamento, tempestività ed efficienza, nella consapevolezza dell'interconnessione crescente tra mercati finanziari e sistemi assicurativi. Il principio guida, delineato dall'art. 69, è quello secondo cui le decisioni che coinvolgono più Stati membri devono essere adottate in modo cooperativo e coordinato, valutando attentamente l'impatto potenziale su contraenti, mercati, stabilità finanziaria e risorse pubbliche degli Stati coinvolti.

Elemento strutturale fondamentale della *governance* di gruppo è rappresentato dai collegi di risoluzione, disciplinati all'art. 70. Essi costituiscono un foro stabile per lo scambio di informazioni, la predisposizione dei piani di risoluzione, l'elaborazione di programmi di intervento comuni ed il coordinamento per la comunicazione al

⁶⁷ Più nello specifico: per i piani di risanamento, le autorità di vigilanza membri del collegio delle autorità di vigilanza di gruppo di cui all'articolo 248, paragrafo 3, della direttiva 2009/138/CE, (art. 8, IRRD), per l'adozione del piano di risoluzione di gruppo, le autorità di risoluzione a livello di gruppo, le autorità di risoluzione: delle imprese di assicurazione e di riassicurazione figlie; delle imprese di assicurazione e di riassicurazione madri stabilite nell'Unione; della società di partecipazione assicurativa e società di partecipazione finanziaria mista stabilite nell'Unione; della società di partecipazione assicurativa madre in uno Stato membro e società di partecipazione finanziaria mista madre in uno Stato membro; della società di partecipazione assicurativa madre nell'Unione e società di partecipazione finanziaria mista madre nell'Unione (art. 11, par. 4).

⁶⁸ Per evitare che l'assenza di una decisione all'interno dei collegi (delle autorità di vigilanza o dei collegi di risoluzione) possa compromettere un'adeguata "preparazione" alla crisi, ciascuna autorità responsabile per le imprese figlie sarà tenuta ad "attivarsi", rispettivamente, per richiedere un piano preventivo di risanamento e procedere alla relativa valutazione e redigere e aggiornare un piano di risoluzione (art. 17, par. 4). Del pari si ammettono decisioni individuali, a seconda dei casi, dell'autorità di vigilanza del gruppo o dell'autorità di risoluzione a livello di gruppo (art. 17 par. 2) e di ciascuna autorità di vigilanza o autorità di risoluzione di un'impresa figlia (art. 17 par. 3).

pubblico delle strategie e dei programmi di risoluzione nonché per coordinare l'impiego dei sistemi di garanzia delle assicurazioni o dei meccanismi di finanziamento. Ai collegi partecipano – oltre alle autorità di risoluzione a livello di gruppo e alle autorità di risoluzione dei soggetti degli Stati membri in cui è stabilita un'impresa madre di una o più imprese del gruppo, l'autorità di vigilanza del gruppo e le autorità di vigilanza degli Stati membri laddove l'autorità di risoluzione è membro del collegio di risoluzione – anche i ministeri competenti (ove le autorità di risoluzione che sono membri del collegio di risoluzione non sono i ministeri competenti), l'EIOPA e, se del caso, le autorità preposte ai sistemi di garanzia.

La riferita impostazione, volta a una gestione multilivello della crisi, è confermata dall'art. 71, che consente la costituzione di collegi europei di risoluzione anche nei casi in cui un gruppo con casa madre o impresa dominante in un paese terzo operi in più Stati membri dell'Unione, attraverso imprese figlie o succursali significative.

La circolazione delle informazioni all'interno dei collegi è garantita dall'art. 72, che assegna all'autorità di risoluzione a livello di gruppo il ruolo di coordinatore dei flussi informativi tra le autorità interessate, imponendo obblighi di tempestività e completezza nella trasmissione dei dati pertinenti.

Le disposizioni (di cui all'articolo 73) sugli interventi di risoluzione, specificamente riferiti a imprese figlie di un gruppo, stabiliscono che ogni volta che un'impresa figlia sia considerata in dissesto o a rischio di dissesto o soddisfi le condizioni per la risoluzione, l'autorità competente debba immediatamente informare l'autorità di risoluzione a livello di gruppo e gli altri membri del collegio. Spetterà a quest'ultima valutare se le misure proposte abbiano impatti anche su altri soggetti del gruppo in altri Stati membri e se possano rendere necessaria l'adozione di un programma di risoluzione di gruppo, da adottarsi mediante decisione congiunta.

In caso di disaccordo tra le autorità nazionali coinvolte, l'articolato meccanismo, previsto dall'art. 73, comma 9°, consente alle autorità dissenzienti di discostarsi legittimamente dal programma comune, purché siano soddisfatti rigorosi requisiti motivazionali e comunicativi. Le misure così adottate, sia congiunte che unilaterali, sono comunque riconosciute come definitive e immediatamente applicabili dagli Stati membri interessati.

Specularmente, l'articolo 74 disciplina le ipotesi in cui la risoluzione coinvolga la capogruppo: anche in questo caso, l'autorità di risoluzione a livello di gruppo, ove ravvisi un rischio sistemico per altre imprese del gruppo, può proporre un programma di risoluzione di gruppo, da adottarsi congiuntamente; tuttavia, anche in tale scenario, resta salva la possibilità per le autorità nazionali di adottare misure autonome per tutelare la stabilità finanziaria e gli interessi dei contraenti nel proprio ordinamento. In altre parole, il quadro normativo (delineato nel Titolo IV) si caratterizza per un delicato equilibrio tra la centralizzazione nella funzione di coordinamento affidata all'autorità di risoluzione a livello di gruppo ed il rispetto delle prerogative nazionali.

La previsione di meccanismi decisionali multilivello, di scambio informativo strutturato e di riconoscimento reciproco delle misure adottate rappresenta un tentativo avanzato di armonizzare le risposte alla crisi nel contesto della crescente interdipendenza dei mercati assicurativi europei.

9. La cooperazione internazionale nella risoluzione assicurativa

Le relazioni giuridiche con i paesi terzi in materia di risoluzione delle imprese assicurative sono disciplinate dal titolo V, che si occupa tanto della cooperazione internazionale quanto del riconoscimento delle procedure di risoluzione adottate al di fuori dell'Unione. La struttura normativa, coerente con l'art. 218 TFUE, si articola su più livelli di coordinamento: accordi internazionali, facoltà unilaterali degli Stati membri, poteri discrezionali delle autorità nazionali ed accordi operativi non vincolanti.

L'art. 75 conferisce alla Commissione europea la facoltà di avviare, con il supporto del Consiglio, la negoziazione di accordi internazionali volti a regolare la cooperazione tra le autorità di risoluzione europee e quelle dei paesi terzi. Tali accordi possono riguardare lo scambio di informazioni e il coordinamento nell'elaborazione e attuazione dei piani preventivi di risanamento e dei piani di risoluzione per imprese assicurative e gruppi transnazionali. Fino all'entrata in vigore degli accordi multilaterali, è consentita la stipulazione di accordi bilaterali tra singoli Stati membri e paesi terzi, purché tali accordi non siano in contrasto con il contenuto della direttiva.

Nell'attesa di un accordo internazionale, l'art. 76 consente alle

autorità di risoluzione dell'Unione di decidere se riconoscere ed eseguire una procedura di risoluzione avviata da un paese terzo; tale riconoscimento avviene sulla base di una valutazione discrezionale, nella quale devono essere presi in considerazione gli effetti sistemici sulle parti del gruppo e sui contraenti, sull'economia reale e sulla stabilità finanziaria in tali Stati membri.

Le autorità europee sono comunque dotate dei poteri necessari per proteggere gli interessi giuridici degli operatori e dei contraenti dell'Unione. In particolare, possono intervenire per perfezionare cessioni, sospendere obblighi contrattuali e rendere inopponibili clausole che compromettano la coerenza dell'azione di risoluzione. Qualora l'autorità terza consideri un'impresa figlia europea come soggetta a risoluzione, l'autorità nazionale può altresì avviare una risoluzione nei confronti della casa madre, con applicazione integrale delle regole interne dell'Unione.

L'art. 77 stabilisce una serie di motivi di rigetto del riconoscimento, che tutelano l'interesse pubblico europeo: in particolare, la procedura estera può essere rifiutata se si ritiene che essa abbia effetti pregiudizievoli sulla stabilità finanziaria, comporti un trattamento discriminatorio per i creditori, determini implicazioni di bilancio per gli Stati membri, oppure violi norme inderogabili di diritto nazionale.

Laddove il riconoscimento non sia concesso ovvero in caso di inazione da parte delle autorità di paesi terzi, le autorità europee possono attivare procedure autonome di risoluzione nei confronti delle succursali situate nel proprio territorio; tale azione, pur unilaterale, deve rispettare i principi generali della direttiva, essere fondata su una valutazione di interesse pubblico, e può essere avviata in presenza di gravi disfunzioni operative, di mancato rispetto dei requisiti autorizzativi o di grave rischio d'insolvenza.

A livello di *soft law*, si prevede la possibilità per l'EIOPA di concludere accordi quadro (non vincolanti) con le autorità estere allo scopo di facilitare la cooperazione tecnica e l'esercizio di poteri simili a quelli previsti dalla direttiva. Tali accordi possono essere recepiti operativamente dalle singole autorità di vigilanza o risoluzione nazionali e devono essere notificati all'EIOPA.

Particolare attenzione è posta allo scambio di informazioni riservate, atteso che le autorità europee possono comunicare dati sensibili ai paesi terzi solo se sussistono obblighi equivalenti di segreto professionale e

solo nella misura strettamente necessaria per l'esercizio delle funzioni di risoluzione da parte dell'autorità destinataria; allorquando le informazioni provengono da un altro Stato membro, la divulgazione richiede il consenso espresso dell'autorità d'origine.

Infine, si garantisce che anche le succursali europee di imprese estere siano soggette a obblighi contributivi in relazione ai meccanismi di finanziamento predisposti dagli Stati membri, assicurando parità di trattamento tra operatori europei e operatori di paesi terzi. L'eventuale ricorso a tali meccanismi è subordinato alla finalità di coprire i costi della risoluzione o di compensare i creditori nei casi di trattamento peggiore rispetto alla liquidazione ordinaria.

A ben vedere, il Titolo V riflette l'intento dell'Unione di preservare l'integrità del mercato unico assicurativo anche in contesti di crisi transfrontaliera, attraverso una rete flessibile di strumenti giuridici, cooperativi e informativi, capaci di dialogare con regimi di risoluzione esterni nel rispetto dei principi di equità, stabilità e tutela del pubblico interesse europeo.

10. Il sistema sanzionatorio e il ruolo dell'EIOPA nella promozione della trasparenza e convergenza applicativa

L'effettività (della) e la conformità (alla) direttiva da parte degli operatori viene affidata anche ad un'articolata disciplina dell'apparato sanzionatorio, amministrativo e repressivo. Gli Stati membri hanno l'obbligo di prevedere sanzioni amministrative e misure correttive efficaci, proporzionate e dissuasive, ferma restando la facoltà di mantenere o introdurre sanzioni penali per le violazioni più gravi.

Il sistema sanzionatorio si basa sulla responsabilità sia delle persone giuridiche sia delle persone fisiche, inclusi i membri degli organi di gestione, controllo e direzione. Le autorità di risoluzione e quelle di vigilanza, competenti per l'irrogazione delle sanzioni, devono disporre di pieni poteri investigativi e ispettivi, anche mediante cooperazione o delega ad altri soggetti pubblici. In linea con il principio di legalità, la direttiva richiede che tutte le sanzioni siano impugnabili in sede giurisdizionale.

In termini sostanziali, l'art. 83 elenca i casi specifici nei quali le sanzioni amministrative devono essere previste; in particolare: la mancata predisposizione o aggiornamento dei piani preventivi di

risanamento, l'omissione nella trasmissione delle informazioni necessarie alla preparazione dei piani di risoluzione nonché la mancata notifica del dissesto da parte degli organi sociali.

Le sanzioni possibili includono ordini di cessazione dei comportamenti illeciti, divieti temporanei all'esercizio di funzioni direttive, dichiarazioni pubbliche e, in termini pecuniari, ammende fino al 10% del fatturato annuo per le persone giuridiche e fino a cinque milioni di euro per le persone fisiche ovvero al doppio del beneficio economico tratto dalla violazione.

Un ruolo importante è attribuito alla trasparenza, atteso che l'art. 84 stabilisce che le autorità devono pubblicare sui propri siti istituzionali le sanzioni amministrative irrogate, comprese le misure contestuali, salvo che ciò sia sproporzionato rispetto al diritto alla protezione dei dati personali o potenzialmente pregiudizievole per la stabilità del mercato finanziario. In taluni casi, la pubblicazione può avvenire in forma anonima, essere differita, o non essere effettuata affatto; in ogni caso, le informazioni dovranno restare accessibili per almeno cinque anni.

L'EIOPA è investita del compito di raccogliere e centralizzare le informazioni sulle sanzioni e misure amministrative adottate, attraverso la tenuta di una banca dati; tale base informativa, riservata alle autorità competenti, garantisce lo scambio di dati e la coerenza applicativa a livello europeo, promuovendo la convergenza amministrativa. Inoltre, l'EIOPA mantiene un portale pubblico che raccoglie le sanzioni pubblicate dagli Stati membri, rendendo disponibili *link* e riferimenti normativi.

Anche la determinazione delle sanzioni deve essere ispirata ad un rigoroso criterio di proporzionalità. Le autorità pubbliche dovranno, infatti, tener conto della gravità e della durata della violazione, della responsabilità individuale, della capacità finanziaria del trasgressore, del beneficio ottenuto, delle perdite per terzi, della cooperazione prestata e della recidiva (art. 86 IRRD).

La previsione di tali criteri riflette evidentemente una tendenza al rafforzamento della funzione dissuasiva della sanzione, ma anche alla personalizzazione e all'equilibrio della risposta amministrativa, in conformità ai principi generali dell'ordinamento europeo.

11. *Integrazione normativa e coordinamento tra la IRRD e il quadro giuridico dell'Unione: l'armonizzazione intersettoriale*

La finalità di adeguare e coordinare il nuovo quadro europeo, in materia di risanamento e risoluzione delle imprese di assicurazione (e di riassicurazione), con l'ordinamento giuridico dell'Unione viene realizzata mediante l'introduzione di modifiche mirate a un insieme eterogeneo di atti normativi preesistenti. Da un lato, l'intento è di evitare sovrapposizioni tra normative settoriali, dall'altro, si mira a garantire la coerenza sistematica e l'applicazione uniforme dei poteri di risoluzione nel contesto dei gruppi finanziari e dei conglomerati integrati.

Tra le modifiche più significative vi sono quelle apportate alla direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria, nello specifico si esclude l'applicazione delle disposizioni – previste a tutela di azionisti e creditori (di cui agli articoli da 4 a 7 della citata direttiva) – ai vincoli in materia di: escussione della garanzia finanziaria; di diritto di utilizzare la garanzia finanziaria nei contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale; di riconoscimento dei contratti di garanzia finanziaria con il trasferimento del titolo di proprietà e riconoscimento di compensazione per *close-out*, laddove imposti in forza dello strumento di svalutazione o conversione, così come disciplinato dalla IRRD o quale esercizio dei poteri riconosciuti da tale ultima direttiva all'autorità di risoluzione⁶⁹. Analoga armonizzazione è operata con la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto che viene integrata per escludere l'applicazione delle previsioni (di cui all'articolo 5 par. 1) previste a tutela degli azionisti di minoranza⁷⁰ e con la direttiva 2007/36/CE relativa ai diritti degli azionisti di cui se ne esclude integralmente l'applicazione qualora entrino in gioco strumenti e meccanismi di risoluzione previsti dalla stessa IRRD.

⁶⁹ La medesima esclusione è, altresì, prevista ove i richiamati vincoli siano imposti in forza del titolo IV, capo V o VI, della direttiva 2014/59/UE nonché del titolo V, capo III, sezione 3, o capo IV, del regolamento (UE) 2021/23 del Parlamento europeo e del Consiglio (art. 87, IRRD).

⁷⁰ Oltre che nel caso in cui siano applicati gli strumenti, i poteri e i meccanismi di risoluzione di cui al titolo IV della direttiva 2014/59/UE e al titolo V del regolamento 2021/23/UE.

Altro intervento di notevole impatto riguarda la BRRD che viene integrata con nuovi riferimenti espliciti alle autorità di risoluzione e di vigilanza nel settore assicurativo, nonché ai conglomerati finanziari, allo scopo di migliorare il coordinamento tra il regime bancario e quello assicurativo. In particolare, si introducono obblighi di condivisione dei piani di risoluzione, partecipazione delle autorità assicurative ai collegi di risoluzione e un allineamento terminologico con le definizioni della IRRD (art. 90).

In tal modo, si rafforza la sinergia tra i due pilastri dell'architettura prudenziale europea in materia di crisi: quello bancario e quello assicurativo a conferma della inevitabile interconnessione e dei possibili effetti a catena tra i due settori.

La direttiva 2017/1132/UE sulla riorganizzazione e fusione delle società di capitali viene modificata per escludere dalla sua applicazione le operazioni che coinvolgano soggetti sottoposti a strumenti o poteri di risoluzione, con l'obiettivo di evitare conflitti tra regimi ordinari di diritto societario e regimi straordinari di intervento pubblico in caso di crisi (art. 91, IRRD).

In parallelo, vengono modificati anche diversi regolamenti.

Il regolamento UE/2010/1094, istitutivo dell'EIOPA, viene aggiornato per includere tra i suoi interlocutori anche le autorità di risoluzione nel settore assicurativo, consentendo a queste ultime di partecipare al consiglio delle autorità di vigilanza come osservatori; il regolamento EMIR, UE/2012/648, (*European Market Infrastructure Regulation*) è integrato per prevedere che le autorità di risoluzione assicurative rientrino tra i soggetti destinatari di specifici flussi informativi (rispettivamente art. 92 e art. 93, IRRD).

Il regolamento UE/2014/806 – che fissa norme e una procedura uniforme per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento UE/1093/2010 – viene coordinato con il nuovo quadro assicurativo prevedendo il diritto delle autorità competenti, incluse quelle del settore assicurativo, di accedere e condividere informazioni nei casi di pianificazione o attuazione di misure di risoluzione (art. 94, IRRD).

Infine, il regolamento UE/2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di valori mobiliari, viene modificato per prevedere un'esenzione dall'obbligo di prospetto di quei titoli la cui

emissione derivi da operazioni di conversione o scambio effettuate nel contesto di misure di risoluzione adottate anche ai sensi della nuova direttiva (art. 95, IRRD); modifica coerente con la necessità di reattività e tempestività che caratterizza le operazioni di stabilizzazione nell'ambito delle crisi finanziarie.

Nel complesso, l'intervento (operato attraverso l'innanzi sintetizzato Titolo VII) garantisce l'integrazione strutturale della nuova disciplina assicurativa nel quadro normativo europeo, assicurando il necessario coordinamento con gli strumenti esistenti nei settori bancario, finanziario e societario, il che rappresenta una tappa decisiva nel rafforzamento della resilienza dell'Unione europea a crisi sistemiche in grado di coinvolgere gruppi finanziari eterogenei, salvaguardando nel contempo la coerenza e l'efficienza dell'intervento regolamentare.

È opportuno ancora ribadire come, nell'ambito della necessaria integrazione tra i diversi scenari normativi, particolare rilievo assume il coordinamento della direttiva in esame con la Solvency II, coordinamento, come già analizzato, garantito, da un lato, dalla direttiva 2025/2/UE che apporta puntuali modifiche alla Solvency II, proprio per tener conto delle disposizioni in materia di risanamento e liquidazione previste dalla IRRD e per adeguarne le definizioni, gli strumenti e i relativi poteri delle autorità coinvolte, dall'altro, dalla stessa IRRD che più volte rimanda alla Solvency II, avuto particolare riguardo all'ambito applicativo, all'individuazione dei requisiti patrimoniali del dissesto (o del rischio di dissesto) nonché alle misure necessarie in caso del deterioramento della solvibilità e alle altre misure di prevenzione della crisi previste dalla stessa⁷¹.

12. *Sul confronto tra crisi bancarie e crisi assicurative anche alla luce del “Crisis management and deposit insurance framework”*

La differenza tra il settore bancario e quello assicurativo ha sostanzialmente e preliminarmente inciso, come si accennava, sul diverso ambito applicativo delle rispettive previsioni nonché sulle peculiarità degli strumenti di risoluzione e, in parte, sui poteri delle autorità di risoluzione.

È verosimile che il settore assicurativo prediligerà misure come la

⁷¹ V. *infra* § 4.

creazione di *bridge institutions* ed il *run-off* delle polizze, che tengono maggiormente conto della natura più graduale delle crisi assicurative⁷². Evidentemente, le principali differenze derivano dalle peculiarità settoriali: le compagnie assicurative operano in un contesto di rischio differente rispetto alle banche; esse risultano meno vulnerabili agli *shock* di liquidità immediati ma più esposte a rischi di lungo termine, come quelli legati al cambiamento climatico ed agli eventi catastrofici⁷³.

La «valutazione dei piani di risanamento» (della BRRD) diventa (nell'art. 6 IRRD) un «riesame e valutazione dei piani preventivi di risanamento» che, al di là della mera differenza terminologica, non individua *ex ante* le misure che l'autorità di vigilanza può ingiungere all'impresa, nel caso in cui valuti che sussistano carenze o impedimenti sostanziali, limitandosi a prevedere un generico potere dell'autorità di vigilanza di assumere le misure «necessarie», debitamente motivate e proporzionate, e tenendo conto della gravità delle carenze e degli impedimenti nonché dell'effetto delle stesse sull'attività dell'impresa.

⁷² *Amplius*, EIOPA-22-940, *A comparison of recovery and resolution frameworks in banking and insurance*, 10 novembre 2022.

⁷³ Il settore bancario si caratterizza per una gestione altamente dinamica delle risorse di liquidità mentre quello assicurativo per operare solitamente con un modello basato su impegni a lungo termine, spesso connessi a riserve tecniche significative e investimenti stabili. Sul punto, ANIA, *La nuova direttiva europea in materia di risanamento e risoluzione per le imprese di assicurazione: illustrazione dei principali aspetti in discussione*, op. cit., 16 ss., specifica che le peculiarità delle due categorie di operatori finanziari attengono in particolare alla liquidità e alla fungibilità del capitale. Quanto alla prima, si evidenzia che, qualora ci siano preoccupazioni sulla solidità di una banca, può succedere che un'ampia parte dei depositanti o degli investitori a breve termine tentino di rientrare precipitosamente in possesso dei loro fondi (*bank runs*), determinando una crisi di liquidità e quindi il «fallimento» della banca nel giro di pochi giorni. Al contrario, le imprese di assicurazione hanno passività molto poco liquide e il loro «fallimento» si determina allorché il valore delle attività scende al di sotto di quello delle passività, circostanza che richiede un tempo ben più lungo prima di materializzarsi. Quanto alla fungibilità del capitale, le differenze si concretizzano nella maggiore probabilità per le banche globali di strutturare le loro unità all'estero come succursali, avendo una maggiore flessibilità nella gestione del capitale. Al contrario, le imprese assicuratrici globali sono articolate come un insieme di entità distinte, ciascuna sottoposta alla normativa vigente nel proprio Paese di insediamento, con la conseguenza di rendere difficile per i gruppi assicurativi trasferire il capitale dove è necessario soprattutto in tempi di crisi; in tal senso anche il considerando n. 14.

L'intento, in questa sede, è quello di non predeterminare la possibilità di misure che possano incidere sulle decisioni inerenti alla *governance* dell'attività d'impresa. Tale impostazione è confermata dalle «misure necessarie» a cui le autorità di vigilanza possono ricorrere a seguito del rilevamento di un «deterioramento della solvibilità»⁷⁴ che, pur ispirate alle «misure di intervento precoce» (di cui all'art. 27 della BRRD), non ripropongono più la possibilità di rimuovere o sostituire uno o più membri dell'organo amministrativo e/o di richiedere cambiamenti nella strategia aziendale ovvero alle “strutture giuridiche” o “operative” dell'ente.

Un aspetto condiviso tra IRRD e BRRD è la previsione, nella fase della pianificazione della risoluzione, di una «valutazione della possibilità di risoluzione»⁷⁵ e successivamente, ove ricorrano le condizioni richieste, di una “diversa” «valutazione ai fini della risoluzione». Sostanzialmente comuni i principi generali e gli obiettivi della risoluzione⁷⁶, diverse, inevitabilmente (come già analizzato) le condizioni attinenti ai requisiti patrimoniali del dissesto o rischio di dissesto e i metodi di valutazione della situazione patrimoniale ai fini della risoluzione che, in linea con la direttiva Solvency II, considerano anche il rispetto dei requisiti patrimoniali maggiormente sensibili ai rischi, quali premi, riserve tecniche ed attività; diversamente dalle crisi bancarie dove (a titolo meramente esemplificativo) si tiene conto del deterioramento della situazione finanziaria, del peggioramento della situazione di liquidità, dell'aumento dei livelli di leva finanziaria, dei crediti in sofferenza o della concentrazione di esposizioni. Ulteriore elemento di convergenza riguarda l'approccio alla cooperazione internazionale, essendo sempre previsti meccanismi di coordinamento tra autorità nazionali e internazionali per garantire una gestione efficace

⁷⁴Concetto questo del «deterioramento della solvibilità» di cui si sono già sollevate le perplessità interpretative avuto particolare riguardo alla differenza con il «deterioramento delle condizioni finanziarie», v. *infra* § 4.

⁷⁵Anche per le imprese di assicurazione la valutazione (che non dovrà presupporre un sostegno finanziario pubblico) si ritiene possibile quando sia «*fattibile e credibile che l'impresa sia liquidata con procedura ordinaria di insolvenza o che l'autorità di risoluzione la sottoponga a risoluzione applicando gli strumenti di risoluzione ed esercitando i poteri di risoluzione*» (art. 13, par. 1, comma 2°).

⁷⁶Sul tema, però, non poca incidenza avrà *de iure condendo* l'approvazione del quadro CMDI che, come detto, interviene anche sulla definizione di interesse pubblico, v. *infra* § 5.

delle crisi transfrontaliere; tuttavia, nel settore bancario il meccanismo è più strutturato grazie all'esistenza dell'Unione Bancaria, che prevede un meccanismo di vigilanza unico (il *Single Supervisory Mechanism*, SSM) ed un'autorità centrale di risoluzione (*Single Resolution Board*, SRB).

Il settore assicurativo, al contrario, non dispone di un'analogia infrastruttura istituzionale, di guisa che la IRRD lascia margini di discrezionalità alle autorità nazionali nell'attuazione delle misure di risoluzione.

Nella disciplina in esame non è altresì previsto un fondo centralizzato come il Fondo di Risoluzione Unico (*Single Resolution Fund*, SRF)⁷⁷.

Il tema è da ricondurre più in generale al problema delle fonti di un finanziamento della risoluzione delle imprese di assicurazione, individuate, più nello specifico, dall'EIOPA, nelle attività e passività (inclusi i fondi propri) della compagnia assicurativa in dissesto, nei fondi di risoluzione nazionali e nei sistemi di garanzia nazionali (o altri sistemi di tutela degli assicurati).

Al riguardo, la stessa EIOPA, pur sollecitando da tempo la costituzione di fondi nazionali⁷⁸, ha ritenuto di non analizzare l'opzione dell'istituzione di un unico fondo a livello europeo (*Insurance*

⁷⁷ La valutazione d'impatto della proposta di direttiva IRRD ha ritenuto che non sarebbe "proporzionato" richiedere il finanziamento di un fondo di risoluzione da parte del settore assicurativo (o l'assunzione di passività da parte di singoli assicuratori che potrebbero essere soggette a *bail-in* per assorbire le perdite e ricapitalizzare gli assicuratori in dissesto) in quanto tali eventualità potrebbero "gonfiare" lo stato patrimoniale degli assicuratori e creare una capacità di assorbimento di perdite proporzionale alle loro riserve tecniche; con la conseguenza di comportare costi più elevati per il settore e imporre alle imprese ulteriori rischi di servizio che non sarebbero giustificati da benefici sostanzialmente maggiori.

⁷⁸ EIOPA, *Response to the EC Consultation on a possible recovery and resolution framework for financial institutions other than banks*, 21 dicembre 2012, *Opinion to institutions of the european union on the harmonisation of recovery and resolution frameworks for (re)insurers across the member states*, 5 luglio 2017, 6 ss.; *Discussion paper on guarantee schemes*, 30 luglio 2018; *Consultation papers on insurance guarantee schemes and on reporting and disclosure under Solvency II*, 09 luglio 2019. Avuto riguardo al nostro ordinamento, è opportuno ricordare l'istituzione del Fondo Garanzie Vittime della Strada (FGVS) del Fondo Garanzia Vittime per la Caccia e del Fondo di garanzia per le polizze vita (il "Fondo di Garanzia" o "Fondo"), Capo VI-bis del Codice delle Assicurazioni Private (artt. 274-bis – 274-quaterdecies).

Guarantees Scheme, IGS - o *Policyholders Protection Schemes*, PPSs); opzione che richiederebbe, tra l'altro, un'ulteriore e considerevole armonizzazione in molti ambiti del settore assicurativo.⁷⁹ Si è però sottolineata la necessità di una “rete europea di IGS nazionali” da riferire al sistema degli IGS nazionali, e dunque, ad un *corpus* di leggi dell'Unione che armonizzi gli *standard* per gli IGS nazionali e il sistema degli stessi (ad esempio il loro ambito di applicazione e il loro finanziamento).

In tale contesto, si inserisce la IRRD nella misura in cui, da una lato, conferma l'importanza dei citati sistemi di garanzia delle assicurazioni, laddove disponibili, per il finanziamento della risoluzione delle imprese, dall'altro, anticipa l'avvio di un eventuale *iter* legislativo volto a valutare la necessità di una disciplina di armonizzazione minima dei citati sistemi⁸⁰.

La Commissione, aderendo ai rilievi sollevati dell'EIOPA e riconoscendo la diversità dei mercati assicurativi, opta, dunque, per una “flessibilità” delle modalità di finanziamento esterno demandando agli Stati membri l'organizzazione di «meccanismi di finanziamento» che garantiscano risorse adeguate alla risoluzione delle imprese assicurative; purché sia assicurata la disponibilità di liquidità sufficiente a garantire un risarcimento entro un lasso di tempo ragionevole.

Pur se accomunate dall'obiettivo di limitare l'utilizzo del denaro dei contribuenti, una sostanziale differenza attiene alla previsione nella BRRD di due tipologie di sostegno pubblico: il sostegno finanziario pubblico straordinario e la possibilità di ricorrere a strumenti di stabilizzazione⁸¹.

Sebbene nella IRRD non manchino riferimenti ad un ipotetico ricorso ad un finanziamento pubblico straordinario questo non viene

⁷⁹ EIOPA, *Discussion paper on guarantee schemes*, 30 luglio 2018, 7 ss.

⁸⁰ Previa valutazione circa: l'adeguatezza di norme minime comuni; le differenze in termini di disciplina dei sistemi negli Stati membri, avuto particolare riguardo ai livelli di protezione, ai tipi di prestazioni assicurative protette, alle ipotesi di intervento; tenendo in debito conto anche le differenze tra i diversi prodotti assicurativi (art. 98 IRRD).

⁸¹ Nello specifico, gli strumenti pubblici di stabilizzazione sono previsti nell'ambito della risoluzione mentre, nella fase di prevenzione della crisi, è regolamentato il sostegno finanziario pubblico straordinario nelle forme e alle condizioni attualmente individuate dall'art. 32, par. 4 lett. d) BRRD (garanzia dello Stato o la c.d. ricapitalizzazione precauzionale).

disciplinato e si evidenzia come tale eventualità rappresenti l’“ultima istanza” tra le possibili alternative di un sistema di garanzia delle assicurazioni o di un fondo pubblico; finanche lo strumento della svalutazione o conversione dovrà essere applicata prima di ricorrere a qualsiasi sostegno finanziario pubblico straordinario⁸².

L’assenza di una specifica disciplina di un finanziamento pubblico nella IRRD si può spiegare quale conseguenza della natura meno immediata della crisi nelle imprese assicurative, ove l’insolvenza si sviluppa generalmente in modo più graduale rispetto alle banche. In tale prospettiva, l’art. 18, par., 2, comma 3°, prevede che per perseguire l’obiettivo di “salvaguardare le finanze pubbliche, riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario, le autorità di risoluzione dovranno privilegiare fonti di finanziamenti diverse dal bilancio degli Stati membri.

Ed ancora che, le procedure di liquidazione – così come definite dall’articolo 268, paragrafo 1, lettera d), della direttiva 2009/138/CE, o di altre procedure a norma del diritto nazionale, avviate e controllate dalle autorità competenti – nei confronti di imprese che non siano soggette a un’azione di risoluzione (in quanto non si ritiene soddisfatta la condizione della sussistenza dell’interesse pubblico) dovranno garantire un’uscita «ordinata» dal mercato (art. 21).

Il punto merita di essere richiamato atteso che, nel quadro della proposta di riforma del *Crisis Management and Deposit Insurance*, la Commissione europea ha chiaramente perseguito l’obiettivo di ridurre il ricorso a forme di intervento pubblico diretto anche nella gestione delle crisi bancarie, promuovendo una coerente applicazione degli strumenti di risoluzione già delineati nella BRRD: approccio che si fonda su un mutamento sostanziale dell’assetto normativo previgente, finalizzato a limitare l’utilizzabilità, da parte degli Stati membri, di misure di supporto finanziario esterne che non siano pienamente compatibili con la logica dell’Unione bancaria⁸³.

⁸² Cfr. considerando nn. 32, 37 e 39.

⁸³ Le modifiche all’articolo 31, paragrafo 2, BRRD attengono alla sostituzione delle lettere c) e d), rispettivamente volte nella prima a salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario, in particolare se fornito a titolo del bilancio di uno Stato membro e, nella seconda, a tutelare i depositanti, riducendo nel contempo al minimo le perdite per i sistemi di garanzia dei depositi, e a tutelare gli investitori contemplati dalla direttiva 97/9/CE.

Come sottolineato, il nodo problematico è rappresentato dalla prassi di gestione di alcune crisi di istituti di credito (di dimensioni medio-piccole) al di fuori del perimetro della risoluzione europea, tramite il ricorso a fondi pubblici nazionali o a soluzioni di liquidazione speciale. La possibilità per gli Stati membri di adottare misure straordinarie di supporto pubblico al ricorrere di determinate condizioni eccezionali ha, di fatto, consentito di disapplicare in larga parte il quadro normativo in materia di risoluzione delle crisi degli enti creditizi, ivi incluse le norme in materia di *bail-in*. Per ovviare a tale inconveniente, il legislatore europeo, nel citato quadro CMDI, non solo prevede criteri più stringenti e armonizzati per la valutazione del *test* dell'interesse pubblico (con il chiaro intento di evitare che la procedura di risoluzione venga elusa in favore di soluzioni domestiche, talora in contrasto con il principio del *burden sharing*) ma interviene, altresì, riducendo le ipotesi in cui le misure straordinarie di un sostegno pubblico possono essere attivate⁸⁴; incrementando la gestione della crisi bancaria mediante il ricorso ai fondi di garanzia dei depositi e al *Single Resolution Fund*. In altri termini, la finalità è quella di sottrarre o quanto meno limitare il ricorso a meccanismi di salvataggio pubblico non conformi alla normativa dell'Unione, riproducendo (pur nel rispetto del principio di compatibilità) la soluzione (anticipata dalla IRRD) dell'uso delle risorse pubbliche quale misura di *extrema ratio*.

⁸⁴ La ricapitalizzazione precauzionale viene limitata potendo essere autorizzata soltanto a fronte di *shock* esterni, per finalità transitorie e qualora la banca interessata non versi in uno stato di insolvenza, previa attestazione da parte dell'autorità competente circa la capacità di rispettare i requisiti patrimoniali nei dodici mesi successivi (cfr. proposta CMDI, art. 27), per un'approfondita analisi circa la difficoltà di un'applicazione di tale sostegno straordinario attesa la richiesta di una "temporaneità" della ricapitalizzazione, quale condizione per la legittimità della stessa, che la renderebbe di fatto inutilizzabile, v. D. MARTINO - A. PERINI, *La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali: teoria, prassi e prospettive future*, in questa *Rivista*, 2024, IV suppl., 1 ss.; inutilizzabilità vagliata anche alla luce della proposta di modifica della BRRD, sul tema V. M. RISPOLI FARINA, *op. cit.*, 7 ss., che sottolinea come tale spostamento, sicuramente coerente con i principi ispiratori della *Banking Union*, potrebbe porre problemi di "sostenibilità sistemica", specialmente per le banche di dimensioni minori, che potrebbero trovarsi gravate da contributi significativi in un contesto di aumento del rischio operativo e patrimoniale.

13. *Il contributo del settore (ri)assicurativo alla stabilità del sistema finanziario europeo*

Alla luce dell'analisi che precede, è indubitabile che la IRRD e le contestuali modifiche apportate alla Solvency II introducano un nuovo paradigma per affrontare le crisi assicurative con un approccio che integra prevenzione, resilienza operativa ed armonizzazione transnazionale. La IRRD in altri termini non si limita a rispondere agli eventi di crisi ma crea un quadro proattivo che rafforza la capacità delle imprese di prevenire situazioni di instabilità e di rispondere rapidamente quando queste si manifestano: una trasformazione normativa che ha implicazioni che, a ben vedere, possono andare oltre il settore assicurativo, contribuendo a costruire un sistema finanziario europeo più stabile e interconnesso.

La “liberazione” di liquidità per rilanciare le imprese (ri)assicurative e da investire anche per gli obiettivi del *Green Deal* è stata bilanciata (dalla stessa direttiva 2025/2/UE)⁸⁵ con un rafforzamento della vigilanza nonché con la previsione di nuovi strumenti macroprudenziali volti ancor di più ad arginare i possibili rischi che una crisi delle imprese del settore assicurativo può avere sulla stabilità del sistema finanziario.

In tale ottica, gli strumenti macroprudenziali (del nuovo Capo VII *bis*, direttiva 2025/2/UE) e le norme macroprudenziali a livello di gruppo (nuovo Capo II *bis* della stessa direttiva) prevedono requisiti più rigorosi per la gestione del rischio di liquidità di guisa che le imprese, ad eccezione di quelle piccole e non complesse, sono tenute a piani periodici di gestione del suddetto rischio, con “indicatori” specifici per monitorare, prevenire e affrontare situazioni di stress⁸⁶.

⁸⁵ Sulle principali modifiche volte al raggiungimento di tale obiettivo vedi *infra* § 1.

⁸⁶ Ciò sulla premessa che le recenti crisi economiche e finanziarie, in particolare la crisi derivante dalla pandemia di COVID-19, hanno dimostrato come una sana gestione della liquidità da parte delle imprese di assicurazione e di riassicurazione può prevenire i rischi per la stabilità del sistema finanziario (v. considerando 66, direttiva 2/2025/UE). Nell'ambito della procedura di riesame periodico, le autorità di vigilanza vengono investite di nuovi poteri di intervento ove ritengano che l'impresa non abbia adeguatamente affrontato i possibili rischi di liquidità e vi siano prove sufficienti dell'esistenza di tali rischi; poteri che, in situazioni eccezionali e come misura di ultima istanza, potranno anche prevedere la sospensione dei “diritti di riscatto” sulle polizze di assicurazione vita (art. 144-*ter* Solvency II). Ulteriori poteri vengono

Sempre nell’ottica di un rafforzamento del sistema di gestione dei rischi, e quale espressione del principio della “persona prudente”, si impone alle imprese di assicurazione, nel decidere la “strategia di investimento”, di tenere in debita considerazione come gli sviluppi macroeconomici e dei mercati finanziari e, più in generale, gli scenari economici avversi possano incidere sul loro specifico profilo di rischio e, viceversa, (ove richiesto dall’autorità di vigilanza) come le loro strategie di investimento possano aumentare il rischio sistemico.

In piena adesione al raggiungimento degli obiettivi del Green Deal si inserisce, altresì, l’obbligo per tali imprese di integrare i rischi di sostenibilità nel quadro prudenziale predisponendo una specifica «relazione concernente il rischio di sostenibilità» (nuovo art. 304 *quater*, Solvency II) nelle loro strategie di investimento e nei processi di gestione del rischio. Di qui, l’esplicito riconoscimento dell’importanza dei rischi ambientali e climatici per rafforzare la capacità delle imprese ad affrontare tali eventi, garantendo al contempo la continuità delle loro operazioni. Le imprese assicurative, in particolare, sono direttamente esposte a eventi catastrofici legati al cambiamento climatico, come inondazioni, tempeste e incendi e in tale prospettiva, non sarebbe peregrina la possibilità di creare un fondo comune europeo per la gestione di tali rischi finanziato attraverso contributi proporzionali dagli operatori del mercato; un simile fondo potrebbe essere utilizzato per sostenere le imprese assicurative in caso di eventi eccezionali, riducendo il rischio di insolvenza e garantendo la protezione degli assicurati, ma richiedendo, nel contempo, un elevato livello di coordinamento tra gli Stati membri e una chiara definizione delle responsabilità finanziarie⁸⁷. Da ultimo, sono state rafforzate la

riconosciuti in presenza di eventi eccezionali economici o di mercato sfavorevoli che incidono su una parte predominante o sulla totalità del mercato assicurativo (art. 144-*quater* Solvency II).

⁸⁷ Al riguardo, è il caso di specificare che, a partire dal 31 marzo 2025, tutte le imprese con sede legale in Italia o con stabile organizzazione nel territorio nazionale, iscritte al Registro delle Imprese, saranno obbligate a stipulare una polizza assicurativa per la copertura dei danni derivanti da eventi catastrofici, quali alluvioni, esondazioni, inondazioni, sismi e frane (anche nota come polizza catastrofale o polizza *cat-nat*). Trattasi di obbligo, introdotto dall’art. 1, commi 101-111 della legge n. 213/2023 (Legge di Bilancio 2024), successivamente prorogato dal Decreto Milleproroghe (DL 202/2024) convertito in legge il 20 febbraio 2025. L’obbligo assicurativo riguarda i beni materiali iscritti nell’attivo dello stato patrimoniale,

«cooperazione in materia di vigilanza e dello scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza del paese d'origine e quelle del paese ospitante in relazione ad attività transfrontaliere significative» (nuovo art. 152-*bis* e *ter*) nonché le pratiche di supervisione, per garantire una maggiore coerenza e qualità nella vigilanza a livello europeo (nuovo art. 29-*sexies*) e riassicurativo.

Sicuramente, l'attuazione del *framework* più ampio della vigilanza finanziaria europea impone una non sempre facile armonizzazione tra la IRRD, la Solvency II, la BRRD e le ulteriori normative da considerarsi. Armonizzazione che viene a dipendere in larga misura dal coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali e gli organismi europei, come l'EIOPA, l'Autorità bancaria europea – EBA e la Banca Centrale Europea – BCE, enti chiamati a collaborare per garantire che le normative siano applicate in modo coerente e che eventuali conflitti giurisdizionali siano risolti tempestivamente: il ruolo dell'EIOPA è particolarmente rilevante per l'IRRD, fornendo linee guida e raccomandazioni per aiutare le autorità nazionali a implementare i requisiti di risanamento e risoluzione in modo armonizzato; analogamente, l'EBA svolge una funzione analoga per la BRRD, promuovendo la coerenza tra gli Stati Membri nella gestione delle crisi bancarie; sicché la cooperazione tra EIOPA ed EBA è essenziale per garantire che i conglomerati finanziari siano sottoposti a un monitoraggio coordinato e che le lacune normative tra i due settori siano

sezione B-II, numeri 1), 2) e 3), c.c., ovvero terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature industriali e commerciali. La copertura assicurativa deve includere danni direttamente causati da eventi quali terremoti, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni. La polizza può prevedere una franchigia, purché non superiore al 15% del danno. I premi assicurativi saranno proporzionati al livello di rischio specifico dell'area geografica in cui l'impresa opera, con possibili sconti per le aziende che adottano misure preventive di sicurezza. Sono esentate dall'obbligo: le imprese agricole, che rientrano nella disciplina del Fondo mutualistico nazionale per la copertura dei danni catastrofali meteorologici, nonché le imprese i cui beni immobili risultino gravati da abusi edilizi o costruiti senza le necessarie autorizzazioni. In caso di mancata stipula della polizza, le imprese non potranno accedere a erogazioni pubbliche in caso di danni causati da eventi catastrofali. Per facilitare la scelta della polizza più adeguata, l'IVASS istituirà un portale online per confrontare le diverse offerte assicurative disponibili sul mercato. Per le modalità attuative del citato obbligo assicurativo, cfr., il decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 30 gennaio 2025, n. 18, recante il regolamento sulle modalità attuative e operative degli schemi di assicurazione dei rischi catastrofali.

minimizzate. Deve, quindi, considerarsi che la coesistenza tra IRRD, BRRD ed il *framework* della vigilanza finanziaria europea contribuisce a rafforzare la stabilità del sistema finanziario, migliorando la capacità degli operatori di gestire le crisi e riducendo il rischio di contagio tra i settori; inoltre, l'applicazione di *standard* armonizzati a livello europeo promuove la fiducia degli investitori e dei consumatori, rafforzando l'integrazione del mercato unico.

Si introduce, cioè, un modello normativo che non si limita alla salvaguardia delle singole imprese ma promuove una visione sistemica della resilienza, attraverso un approccio che si basa sulla premessa che la stabilità del settore assicurativo non può essere separata dalla sua capacità di proteggere le funzioni critiche, che includono non solo le polizze vita o i prodotti pensionistici, ma altresì la gestione del rischio nei mercati finanziari; le compagnie assicurative, infatti, sono tra i maggiori investitori istituzionali ed una loro crisi può innescare effetti a catena sui mercati obbligazionari, azionari e dei derivati.

Un contributo fondamentale della IRRD risiede anche nella capacità di trasformare la stabilità finanziaria in un obiettivo collettivo, che coinvolge non solo le autorità di vigilanza, ma anche gli *stakeholders* e le imprese stesse: attraverso un quadro che bilancia responsabilità individuale e coordinamento centrale, la nuova direttiva supera il tradizionale approccio “a compartimenti stagni” per promuovere una *governance* condivisa delle crisi. L'approccio collettivo si riflette anche nella creazione di collegi di risoluzione per le imprese transfrontaliere, che garantiscono un coordinamento armonizzato tra le giurisdizioni. Nel contesto appena descritto, per le autorità, la principale difficoltà risiederà nell'equilibrio tra l'applicazione rigorosa dei requisiti normativi e la necessità di evitare oneri eccessivi per le imprese; inoltre, la complessità delle operazioni transfrontaliere richiederà un elevato livello di coordinamento tra le diverse giurisdizioni, che può essere ostacolato da divergenze normative e culturali. Gli *stakeholders*, dal canto loro, dovranno adattarsi a un contesto normativo sempre più stringente, che richiede investimenti significativi in risorse tecnologiche e competenze specialistiche.

Gli azionisti ed i creditori dovranno affrontare una maggiore esposizione ai rischi finanziari, mentre gli assicurati, pur beneficiando di una maggiore tutela, possono essere penalizzati da un aumento dei costi delle polizze, derivante dagli oneri normativi trasferiti sulle

imprese.

Diviene, allora, fondamentale la collaborazione tra le autorità di vigilanza e gli *stakeholders*; in particolare, le autorità nazionali, dovranno investire in capacità tecniche e tecnologiche per affrontare le complessità della supervisione, mentre l'EIOPA dovrebbe rafforzare il proprio ruolo di guida, fornendo strumenti operativi e linee guida dettagliate. Gli *stakeholders* potranno trarre vantaggio da una maggiore partecipazione nei processi decisionali: ad esempio attraverso consultazioni pubbliche e meccanismi di *feedback*, approccio che non solo migliorerebbe l'efficacia della normativa, ma altresì rafforzerebbe la fiducia reciproca tra le parti coinvolte, favorendo una gestione delle crisi più trasparente e inclusiva.

Il nuovo *framework* della vigilanza prudenziale e del quadro armonizzato del risanamento e della risoluzione delle imprese del settore assicurativo avrà, infine, un importante impatto nella trasformazione del ruolo delle autorità coinvolte nel complesso procedimento delle crisi assicurative che da semplici garanti della conformità normativa diventano *partner* strategici nel rafforzare la resilienza del sistema, nel contesto di un nuovo rapporto tra vigilanza e imprese che rappresenta un cambio di paradigma, ponendo le basi per un sistema finanziario più collaborativo e integrato.

Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori

SOMMARIO 1. La disciplina dell'estinzione anticipata tra protezione e regolazione. – 2. Superamento della distinzione tra commissioni «upfront» e «recurring» alla luce degli obiettivi di tutela della disciplina del credito al consumo. – 3. Gli impatti «di mercato» della conformazione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito nell'interpretazione fornita da Lexitor. – 4. Rilevanza della nuova disciplina dell'estinzione anticipata nella direttiva UE 2225/2023. – 5. Sul recepimento della direttiva sul credito al consumo nella legislazione nazionale.

1. La disciplina dell'estinzione anticipata tra protezione e regolazione

Nell'ambito di un discorso volto ad analizzare il ruolo delle nullità nella prospettiva della conformazione del mercato, e dunque dell'adeguatezza o meno del rimedio – in sé, e nella relativa disciplina – a raggiungere gli effetti regolatori auspicati dal legislatore, la disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori mostra una serie di elementi di specificità.

Di per sé, infatti, la disciplina dell'estinzione anticipata ossia, per essere più precisi, della determinazione delle poste a credito e a debito delle parti al fine di determinare il *quantum* dovuto dal consumatore che intenda procedere alla *solutio ante diem* del debito derivante dal finanziamento, non somministra problemi peculiari dal punto di vista dell'operare del rimedio della nullità. Nel senso che non vi è dubbio che una eventuale pattuizione che avesse per oggetto la riduzione o la soppressione dei diritti del consumatore sarebbe nulla anzitutto ai sensi dell'art. 127, co. 1, t.u.b.; come pure è certo che a tale nullità parziale si applicherebbe lo statuto della nullità di protezione, secondo il disposto del secondo comma del medesimo articolo 127.

Il cuore delle questioni che attengono alla disciplina dell'estinzione anticipata si pone, piuttosto, a monte del momento rimediale, ossia si attesta sul piano della conformazione del diritto del consumatore, che adempia anticipatamente agli obblighi che derivano dal contratto, alla «riduzione, in misura proporzionale alla vita residua del contratto, degli interessi e di tutti i costi compresi nel costo totale del credito, escluse le imposte», secondo il disposto dell'attuale art. 125-sexies, co. 1, t.u.b.

Tale disposto normativo costituisce da sempre uno dei punti centrali e più delicati della regolazione dei rapporti tra finanziatori e debitori. Nel delinearla, infatti, il legislatore europeo ha da sempre ricercato un punto di equilibrio tra: i) da un lato, scopi pro-concorrenziali (nella misura in cui garantire una exit “gratuita” consente ai debitori di beneficiare di eventuali riduzioni dei tassi di mercato); ii) dall’altro, scopi di contenimento del debito e di mitigazione dei rischi di sovraindebitamento (in quanto l’assommarsi di oneri e spese dovute in base a precedenti finanziamenti concorre, a fronte del susseguirsi di rifinanziamenti del prestito, a una crescita anche assai significativa del montante del debito); iii) dall’altro ancora, l’esigenza di non pregiudicare la capacità dell’impresa del credito di operare in equilibrio economico (in particolare, consentendo che essa si protegga, sul piano contrattuale, al fine di essere tenuta indenne di eventuali costi addizionali in cui sia incorsa in relazione all’estinzione anticipata).

Nella sua forma embrionale, la disciplina dell’estinzione anticipata del credito ai consumatori si trova già all’art. 8 della direttiva 87/102/CEE, ai sensi del quale «il consumatore deve avere la facoltà di adempiere in via anticipata gli obblighi che gli derivano dal contratto di credito. In tal caso, in conformità alle disposizioni degli Stati membri, egli deve avere diritto a una equa riduzione del costo complessivo del credito».

La riforma della disciplina del credito al consumo operata con la direttiva 2008/48/CE ha declinato in termini di maggiore dettaglio applicativo la meccanica di calcolo della riduzione del costo del credito, spostando il *focus* dal concetto di riduzione *equa* a quello della riduzione commisurata alla *maturazione* dei costi in relazione alla restante durata del contratto (articolo 16(1) della direttiva 2008/48/CE: «il consumatore ha il diritto di adempiere in qualsiasi momento, in tutto o in parte, agli obblighi che gli derivano dal contratto di credito. In tal caso, egli ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto»).

La recente adozione della nuova direttiva sul credito ai consumatori (Direttiva UE 2022/2225) si pone in larga parte in linea di continuità con il precedente assetto normativo. In particolare, all’art. 29, par. 1 viene riaffermato il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito, con una formulazione che d’acchito appare

sostanzialmente identica all'art. 16 della direttiva del 2008 ma, una volta considerata con maggiore attenzione (cfr. *infra*, n. 4), non è priva di volute differenze rispetto ad esso. Dopo avere confermato il diritto del consumatore di effettuare in qualsiasi momento rimborsi anticipato, l'articolo in commento ora dispone che «in tal caso, il consumatore ha diritto a una riduzione del costo totale del credito per il consumatore per la restante durata del contratto», risultando poi ulteriormente precisato che «nel calcolare tale riduzione devono essere presi in considerazione tutti i costi che il creditore pone a carico del consumatore». Rimandano al prosieguo del presente contributo l'analisi di dettaglio dei rapporti tra le omologhe previsioni della direttiva del 2008 e quella del 2023, può per adesso notarsi che la differenza corre intorno tra una riduzione del costo totale del credito «che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto» e una riduzione del costo totale del credito dovuta «per la restante durata del contratto», nel calcolo della quale «devono essere presi in considerazione tutti i costi *che il creditore pone a carico* del consumatore».

Richiamata l'evoluzione della normativa, in questa sede interessa considerare un dato di fondo della disciplina ora evocata, che la rende un caso – se certamente non unico, comunque significativo e in un certo senso peculiare – di emersione del nesso che nel diritto dell'economia, o dell'impresa che dir si voglia, si radica in maniera sempre più stretta tra, *da un lato*, la regola contrattuale con il relativo rimedio e, *dall'altro*, l'impatto ad ampio spettro che quella regola esercita sugli assetti di mercato. Con la conseguenza che ogni approccio interpretativo alle discipline contrattuali non potrebbe dirsi esattamente impostato se non muovesse dalla considerazione di questi effetti di mercato.

Ora, nella materia dell'estinzione anticipata l'aspetto di maggiore interesse in relazione alla prospettiva ora evocata consiste in ciò che la specifica conformazione del diritto alla riduzione del credito non produce esclusivamente quell'effetto conformativo del mercato che consiste nella fissazione di un dato livello di tutela dei singoli consumatori (quindi, una conformazione che risulta nella determinazione di un dato standard di mercato a livello contrattuale), con gli ulteriori effetti che ad esso si associano (nel caso di specie, una più elevata concorrenza e una minore onerosità dei finanziamenti

assunti per l'estinzione anticipata di quello in essere), bensì attinge a un livello ulteriore.

Tale ulteriore livello consiste, in particolare, nel fatto che la disciplina dell'estinzione anticipata è idonea a ingenerare degli incentivi per gli intermediari che incidono sulla stessa struttura del mercato del credito, e più precisamente si presta – a seconda del contenuto e dell'estensione del diritto alla riduzione del costo del credito – a favorire una maggiore integrazione verticale del prodotto oppure, al contrario, la sua frammentazione lungo una filiera che vede più attori coinvolti in relazione al prodotto stesso (ossia, varie di figure di intermediari e/o *outsourcer*).

2. Superamento della distinzione tra commissioni «upfront» e «recurring» alla luce degli obiettivi di tutela della disciplina del credito al consumo

Per illustrare l'assunto, occorre riprendere brevemente i punti cardinali della “saga” che ha ruotato intorno alla decisione *Lexitor* (sentenza della Corte di Giustizia UE, 11 settembre 2019, C-383/18¹).

¹ Sulla quale, cfr. A. TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in questa Rivista., 2019, II, 155; A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e « riduzione del costo totale del credito »*. Il caso della cessione del quinto, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2019, II, 644; A. ZOPPINI, *Gli effetti della sentenza Lexitor nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2020, II, 1; R. SANTAGATA, *Rimborso anticipato del credito e diritto del consumatore alla restituzione della quota parte dei costi indipendenti dalla durata del contratto (c.d. up front)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 18; F. MEZZANOTTE, *Il rimborso anticipato nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 65; F. DE CRISTOFARO, *Estinzione anticipata del debito e quantificazione della “riduzione del costo totale del credito” spettante al consumatore: considerazioni critiche sulla sentenza “Lexitor”*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, 280; A. MAGER, *Estinzione anticipata ex art. 125-sexies t.u.b.dopo la sentenza Lexitor*, *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, p. 744; G. LIACE, *Il diritto dei consumatori alla riduzione del costo totale del credito nel caso di estinzione anticipata del finanziamento: il caso Lexitor*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 1002; E. BATTELLI E F.S. PORCELLI, *Il diritto alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato*, in *Giur. it.*, 2020, 1596; A. MUTARELLI, *La Corte di Giustizia e il “crollo della Baliverna”, a proposito della sentenza “Lexitor”*, in *Rass. Adv. dello Stato*, 2020, 27; F. MARAZITI, *Rimborso anticipato del credito al consumo: diritto alla riduzione di tutti i costi posti a carico del consumatore*, in

A questi fini, si deve anzitutto rilevare che il sintagma «gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto»² è stato tradizionalmente inteso e applicato (sicuramente in Italia ma, a quanto consta, anche in Germania e in Austria nonché, evidentemente, in Polonia che è l'ordinamento da cui trae origine la fattispecie decisa da Lexitor) nel senso che il diritto al rimborso dipende dalla quota degli interessi e dei costi da imputarsi al periodo residuo del contratto, per come originariamente programmato. Il criterio di restituzione *pro quota temporis* si attaglia ai “costi” dotati di un collegamento causale con le prestazioni rese dall'intermediario, o da soggetti terzi coinvolti a vario titolo nell'operazione (ad es. imprese di assicurazione), che attribuiscono al cliente un'utilità proporzionale alla durata del rapporto (queste, denominate commissioni *recurring*). Al contrario, non si è tradizionalmente dato luogo a restituzione degli addebiti concernenti prestazioni già esaurite al momento dell'estinzione anticipata, verosimilmente perché riferite al momento della conclusione del contratto (c.d. commissioni *upfront*)³.

giustiziacivile.com, 2020; M. RABITTI, *ABF e Lexitor: estinzione anticipata e riduzione del costo del credito alla luce del principio di equità integrativa*, editoriale in *dirittobancario.it*, gennaio 2020; P. FIORIO, *Oneri up-front e regolamentazione del mercato dopo la sentenza Lexitor*, editoriale in *dirittobancario.it*, febbraio 2020; G. ALPA, *Il caso Lexitor e l'estinzione anticipata del debito nel rapporto di credito al consumo*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, 220; E. BAFFI e F. PARISI, *Early Repayment of Loans Under EU Law: The Lexitor Judgment*, in *The Italian Law Journal*, 2021, 227; F. MAIMERI, *Le fonti nel diritto dell'economia*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2021, 349; E. GUARNIERI, *L'applicazione dei principi di diritto espressi nella sentenza “Lexitor” della Corte di Giustizia UE ai contratti di credito immobiliare*, in *giustiziacivile.com*, 2021; U. MALVAGNA, *La nuova disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori: tra legge, ABF e corte costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 49; F. GIGLIOTTI, *Rimborso anticipato del finanziamento e riduzione del costo del credito. Variazioni ermeneutiche sull'art. 125-sexies t.u.b. (tra sentenza “Lexitor” e decreto sostegni bis)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 198; A. RICCIARDI, *Il principio sancito dalla Corte di Giustizia nell'ambito del caso Lexitor e decreto sostegni bis: problematiche applicative passate, presenti e future*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, II, 289; G. SANTONI, *Note sul caso Lexitor, alle battute conclusive dopo Cass. 25997/2023*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, settembre 2023.

² E a propria volta, vigente la direttiva ancora precedente, il concetto di «equa riduzione del costo del credito».

³ Senonché, se si guarda alla genesi di questa tassonomia, si deve notare che tale binomio risponde a una logica di tipo finanziario-contabile, nel senso che essa è

Assestatosi questo criterio nel diritto vivente, la sentenza Lexitor ha rotto il precedente equilibrio, dichiarando, in sintesi, quanto segue: i) «la disposizione suddetta deve essere interpretata non soltanto sulla base del suo tenore letterale, ma anche alla luce del suo contesto nonché degli obiettivi perseguiti dalla normativa di cui essa fa parte»; ii) la direttiva 2008/48 «mira a garantire un'elevata protezione del consumatore [poiché] il consumatore si trova in una situazione di inferiorità rispetto al professionista per quanto riguarda sia il potere di negoziazione che il livello di informazione»; iii) la direttiva dispone che gli stati debbano provvedere affinché «le disposizioni ... adottate per l'attuazione di tale direttiva non poss[a]no essere eluse attraverso particolari formulazioni dei contratti»; iv) sulla base di tutto ciò, «l'effettività del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito risulterebbe sminuita qualora la riduzione del credito potesse limitarsi alla presa in considerazione dei soli costi presentati dal soggetto concedente il credito come dipendenti dalla durata del contratto, dato che [...] i costi e la loro ripartizione sono determinati unilateralmente dalla banca e che la fatturazione di costi può includere un certo margine di profitto. Inoltre, [...] limitare la possibilità di riduzione del costo totale del credito ai soli costi espressamente correlati alla durata del contratto comporterebbe il rischio che il consumatore si veda imporre pagamenti non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di credito, poiché il soggetto concedente il credito potrebbe essere tentato di ridurre al minimo i costi dipendenti dalla durata del contratto».

In conclusione, quindi, «il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del credito include *tutti i costi posti a carico del consumatore*».

In definitiva, alla statuizione di tale principio consegue una regola di irrilevanza della struttura commissionale, per come definita dall'intermediario, rispetto alla integrità del diritto alla riduzione del

radicata nel concetto di competenza economica più di quanto non sia radicata nella teoria dei contratti di durata. Nei fatti, dall'ambito finanziario il criterio è stato poi portato nella prassi decisoria delle corti e soprattutto, dell'Abf, che lo ha per l'appunto dotato di una giustificazione di natura giuridica in relazione alla dimensione causale dell'attribuzione di cui alla singola commissione. Cfr. *amplius* U. MALVAGNA, *La cessione del quinto dello stipendio o della pensione e la delegazione di pagamento*, in *Arbitro Bancario Finanziario*, a cura di Giuseppe Conte, Milano, 2021, 764.

costo del credito, senza la possibilità di arbitraggi da parte del finanziatore per effetto dello spostamento del carico economico verso commissioni c.d. *upfront*, incluse quelle commissioni intese a remunerare terzi in ragione del compimento di fasi “esternalizzate” del prodotto creditizio (così, ad esempio, la distribuzione o il *servicing*).

3. *Gli impatti «di mercato» della conformazione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito nell'interpretazione fornita da Lexitor*

Ripercorsi i contenuti essenziali della decisione Lexitor, questi vanno adesso considerati nella prospettiva, in precedenza evocata, dell'impatto di una regola così conformata sugli assetti strutturali del mercato dei prodotti di credito al consumo.

A questi fini va segnalato il dato, che non emerge dalla trama della sentenza Lexitor ma che segnala un'ulteriore dimensione di rilevanza della disciplina sulla riduzione del costo del credito, per cui in questi prodotti la dimensione organizzativa della filiera (ossia il grado di integrazione verticale del prodotto) è plasticamente rappresentata dalla composizione degli oneri economici, sia in relazione al numero che in relazione al peso relativo di ciascuna commissione. Nel senso che a ogni soggetto che interviene nella catena produttiva e distributiva del prodotto si viene ad associare l'aggiunta di una voce commissionale nel rapporto con il cliente: col che, più la filiera è affollata di intermediari vari, più numeroso è il novero delle commissioni addebitate.

Di conseguenza, nella misura in cui tutti i costi sopportati dal consumatore sono soggetti a riduzione proporzionale, l'intermediario è privato di ogni incentivo all'esternalizzazione di fasi dell'attività produttiva o distributiva del finanziamento, che potrebbero risultare in altrettante commissioni c.d. *upfront*. È facile comprendere l'effetto di accorciamento (o, per meglio dire, di non allungamento) della filiera – che è naturalmente connaturato a tale regola, e quindi l'impatto sulla struttura del mercato che ne deriva.

Del resto, non si capisce perché, mentre un intermediario che si avvale di una rete distributiva proprietaria (e quindi incorpora i suoi costi di struttura nel tasso degli interessi) è tenuto a ridurre *pro quota temporis* (gli interessi e quindi anche) quella parte di interessi che è intesa a coprire i costi che sopporta l'impresa totalmente integrata (cioè,

che fa tutto da sé), l'intermediario che esternalizza quelle medesime attività (remunerandole mediante commissioni *upfront*) dovrebbe ricevere un trattamento maggiormente favorevole.

4. Rilevanza della nuova disciplina dell'estinzione anticipata nella direttiva UE 2225/2023

Le considerazioni che precedono vanno adesso misurate con la recente adozione della nuova direttiva sul credito ai consumatori (Direttiva UE 2225/2023).

Come illustrato (*supra*, al par. 1), l'art. 29, primo paragrafo della nuova direttiva dispone che «nel calcolare tale riduzione devono essere presi in considerazione tutti i costi *che il creditore pone a carico* del consumatore», così introducendo una lieve variante lessicale rispetto al principio di diritto espresso da Lexitor, che discorre invece di «tutti i costi posti a carico del consumatore».

La differenza sembrerebbe d'acchito trascurabile, giacché essa si sostanzia esclusivamente nella precisazione che deve essere il creditore a porre a carico del consumatore i costi in questione.

Senonché, essa potrebbe risultare rilevante sul piano disciplinare se letta unitamente al Considerando 70, che fa riferimento alla non inclusione nel diritto alla riduzione del costo del credito de «le imposte e le spese applicate da un terzo e pagate direttamente a quest'ultimo e che non dipendono dalla durata del contratto di credito». Esclusione, quest'ultima, motivata in base all'argomento per cui «tali costi non sono imposti dal creditore e non possono pertanto essere modificati unilateralmente dal creditore»; mentre, prosegue il Considerando, «le spese addebitate da un creditore a favore di un terzo dovrebbero tuttavia essere prese in considerazione nel calcolo della riduzione».

L'intenzione del legislatore europeo sembrerebbe quindi nel senso di escludere dalla riduzione *pro quota temporis* quanto pagato direttamente a terzi per prestazioni o attività non dipendenti dalla durata del contratto, ma non quanto pagato direttamente al creditore per le medesime prestazioni o attività. In base al testo del considerando 70, una simile disparità sembrerebbe giustificarsi sulla base della considerazione per cui i costi *upfront* pagati a terzi «non sono imposti dal creditore e non possono pertanto essere modificati unilateralmente dal creditore».

Questo argomento sembra tentare di raccogliere le critiche che furono mosse a Lexitor – anche in Italia – in ordine all’asimmetria che il principio ivi formulato ingenererebbe tra quanto il finanziatore deve riconoscere al debitore, in termini di minore costo del credito, e quanto può o non può recuperare nei propri rapporti interni con i soggetti beneficiari ultimi della relativa attribuzione.

In realtà, questo ragionamento non ha motivo di essere accolto, almeno nei termini prospettati dal Considerando 70 della nuova direttiva. Infatti, non sembrano sussistere ragioni di ordine logico o dogmatico che impongano che il diritto alla riduzione del costo del credito sia limitato a quanto il finanziatore ha materialmente percepito. Come pure sembra non vero l’assunto, che emerge dal Considerando 70, per cui ciò che viene pagato a un terzo, se *upfront*, sarebbe di per sé sottratto al potere di controllo del creditore. Ciò che rileva, piuttosto, è – a monte – la decisione dell’intermediario di avvalersi o meno di un dato soggetto per lo svolgimento di una fase prodromica, strumentale o accessoria alla propria offerta di credito. Che poi le relative provvigioni vengano incassate direttamente dal terzo, oppure che la percezione sia mediata dal finanziatore, conta poco davvero, sia in prospettiva civilistica⁴, sia nella logica di tutela propria della disciplina in materia di credito ai consumatori. Da questa prospettiva, il Considerando 70 risulta intrinsecamente contraddittorio.

Alla luce di quanto precede, appare corretto – anche in considerazione del fatto che, tecnicamente, i Considerando non sono di per sé dotati di forza normativa – fornire un’interpretazione del primo paragrafo della disposizione in commento che includa nella riduzione del costo totale del credito tutte quelle somme corrisposte dal consumatore (al finanziatore o a terzi) per decisione del finanziatore, indipendentemente dal fatto che si tratti di commissioni *up-front* o *recurring*. Del resto, se l’oggetto del diritto è la riduzione del costo del credito, è davvero incongruo che ne restino fuori delle componenti che a tutti gli effetti rientrano nel costo del credito. Sul piano degli effetti “di mercato” di una simile regola, sembra chiaro che una diversa lettura della nuova disposizione reintrodurrebbe invece quell’incentivo

⁴ E il riferimento va almeno alla delegazione di pagamento, dove si realizza una dissociazione tra *accipiens* in senso materiale e *accipiens* in senso giuridico del denaro.

all'«allungamento» della filiera (ossia all'esternalizzazione di fasi di attività), che invece la decisione Lexitor intendeva neutralizzare.

Una distinta considerazione merita, in questo contesto, il tema delle polizze assicurative. Al riguardo, va osservato che l'applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. consolidatasi nell'ordinamento italiano (nella formulazione in vigore sino alle modifiche intervenute con il d.l. 73/2021: cfr. *infra*, par. 5) ha sempre incluso la riduzione *pro quota* delle polizze assicurative accessorie al finanziamento, indipendentemente dalla circostanza che si trattasse di polizze assicurative o facoltative. Nella nuova formulazione, l'introduzione del presupposto dell'essere i costi soggetti a riduzione stati posti a carico del consumatore *da parte del finanziatore* sembrerebbe limitare il diritto alla riduzione del costo del credito (nei confronti del finanziatore) alle sole polizze obbligatorie, fermo restando che in relazione alle polizze facoltative il consumatore potrà ottenere la restituzione *pro quota* del premio puro direttamente dalla compagnia assicurativa ovvero anche dal creditore che abbia riscosso il premio in qualità di mandatario dell'impresa di assicurazione, non già in applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. ma delle regole del diritto privato generale.

5. *Sul recepimento della direttiva sul credito al consumo nella legislazione nazionale*

Alla luce della descritta evoluzione della disciplina, occorre infine considerare l'eventuale necessità di adattamento, in sede di recepimento della direttiva, della disposizione del testo unico bancario attualmente deputata alla regolamentazione dell'estinzione anticipata, ossia l'art. 125-*sexies* t.u.b.

Se la non variazione dei paragrafi da 3 a 5 rispetto alla direttiva 2008/48 induce a ritenere che non vi siano ragioni per intervenire sui profili ivi disciplinati, bisogna considerare la conformazione del diritto alla riduzione del costo del credito, di cui al primo comma dell'art. 125-*sexies* t.u.b.

Al riguardo, va rilevato che, a seguito dell'adozione della decisione Lexitor, il legislatore italiano è intervenuto mediante l'introduzione dell'articolo 11-*octies*, co. 2, del d.l. 25/05/2021, n. 73 sul comma 1 allora vigente che, recependo anodinamente il testo della direttiva,

sanciva il diritto alla «riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto». La novella è stata introdotta con il dichiarato intento di “adeguare” la disposizione ora riferita all’emanazione della pronuncia Lexitor; in realtà, la pretesa necessità di un simile adeguamento, dichiarata dal legislatore, nascondeva il goffo tentativo di limitare nel tempo l’efficacia conformativa della decisione della Corte di Giustizia, tentativo posto in essere mediante la formulazione di una disciplina di diritto intertemporale che, nella sostanza, avrebbe incluso le componenti *upfront* nella riduzione del costo del credito solo in relazione alle fattispecie successive all’entrata in vigore del d.l. 73/2021.

Non interessa in questa sede considerare la sorte di tale disposizione di diritto intertemporale presso la Corte Costituzionale, che ne ha prontamente dichiarato l’illegittimità con la sentenza n. 263 del 22 dicembre 2022. Al contrario, si deve fermare l’attenzione sul portato testuale del primo comma dell’art. 125-*sexies* t.u.b., come riformulato dal d.l. 73/2021 e attualmente vigente, ai sensi del quale «il consumatore può rimborsare anticipatamente in qualsiasi momento, in tutto o in parte, l’importo dovuto al finanziatore e, in tal caso, ha diritto alla riduzione, in misura proporzionale alla vita residua del contratto, degli interessi e di tutti i costi *compresi nel costo totale del credito*, escluse le imposte», per verificarne la conformità all’articolo 29 in commento.

In altri termini, si tratta di verificare se la perimetrazione del diritto del consumatore alle componenti rientranti nel costo totale del credito si ponga in rapporto di compatibilità con il concetto di costi *che il creditore pone a carico del consumatore*.

A questi fini, occorre riprendere la nozione di costo totale del credito, la cui definizione, adesso presente al n. 5 dell’articolo 3 della Direttiva 2023/2225 (in identica formulazione rispetto all’art. 3, lett. g) della Direttiva 2008/48), recita quanto segue: «tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito e di cui è a conoscenza il creditore, escluse le spese notarili; sono inclusi nel costo totale del credito per il consumatore anche i costi relativi a servizi accessori connessi al contratto di credito, in particolare i premi assicurativi, qualora, in aggiunta, la conclusione di un contratto

riguardante tali servizi accessori sia obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte».

Sul piano meramente lessicale, tale nozione sembrerebbe prestarsi a una lettura che la doti di un ambito applicativo più ampio di quella di «costi che il creditore pone a carico del consumatore», soprattutto ove il significato di tale locuzione sia enucleato alla luce del contenuto del Considerando 70 della Direttiva 2023/2225.

Tuttavia, le considerazioni svolte nel precedente par. 4, secondo cui dovrebbero ritenersi poste *dal creditore* a carico del finanziatore tutte le somme corrisposte dal consumatore (al finanziatore o a terzi) *per decisione del finanziatore* (tanto che si tratti di commissioni *up-front* che si tratti di commissioni *recurring*), riduce fortemente, se non addirittura annulla, lo iato tra la formulazione della disposizione in commento e quella dell'attuale versione dell'art. 125-*sexies* t.u.b.

E infatti, con riferimento alle voci di costo accessorie al tasso degli interessi ma relative ad attività strumentali alla conclusione del contratto, quali i costi di istruttoria e le provvigioni corrisposte alle reti, è ragionevole assumere che esse dovranno sempre considerarsi come poste dal finanziatore a carico del consumatore. In relazione alle polizze assicurative, è evidente la simmetria concettuale che esiste tra l'essere state poste a carico del consumatore «dal finanziatore» e l'essere la copertura assicurativa «obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte» (impregiudicato il diritto del finanziatore di recuperare la quota parte del premio puro direttamente dall'impresa di assicurazione ovvero anche dal creditore che abbia riscosso il premio in qualità di mandatario dell'impresa di assicurazione, non già in applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. ma delle regole del diritto privato generale).

Più incerto è il trattamento da riservarsi alla provvigione relativa all'attività di mediazione creditizia. E infatti, se affinché essa rientri nel costo totale del credito è sufficiente il suo essere «nota» al finanziatore, non sempre potrà dirsi che essa è posta *dal finanziatore* a carico del consumatore. A questi fini, sembra infatti occorrere un requisito ulteriore, ossia quello per cui il singolo mediatore costituisca, per il finanziatore, un canale ordinario della propria offerta imprenditoriale: requisito che deve ritenersi senz'altro integrato quando sussistano

«accordi quadro» tra il finanziatore e il mediatore⁵, e tanto più quando la provvigione mediatizia sia finanziata dal creditore (e quindi inglobata nel montante capitale del finanziamento).

Un ultimo punto da considerare attiene alla compatibilità con l'articolo 29, par. 1, della Direttiva 2023/2225 della previsione, attualmente contenuta nel comma secondo dell'art. 125-sexies t.u.b., ai sensi della quale «i contratti di credito indicano in modo chiaro i criteri per la riduzione proporzionale degli interessi e degli altri costi, indicando in modo analitico se trovi applicazione il criterio della proporzionalità lineare o il criterio del costo ammortizzato. Ove non sia diversamente indicato, si applica il criterio del costo ammortizzato».

Al riguardo, pare sufficiente rilevare che la direttiva non reca alcuna previsione che imponga uno specifico metodo di quantificazione della riduzione del costo del credito «per la restante durata del contratto». In considerazione di ciò, è da ritenersi compatibile con tale disposizione l'imposizione, da parte del legislatore italiano, dell'alternativa tra il criterio della proporzionalità lineare (il c.d. criterio *pro rata temporis* puro) e quello del «costo ammortizzato», che nel gergo dell'ABF – di cui è chiaramente tributario il legislatore – costituisce una variante lessicale enunciativa del criterio della c.d. «curva degli interessi». Quest'ultimo identifica il parametro, sulla base del quale definire la misura della riduzione del costo del credito, nel rapporto fra gli interessi maturati sino al momento del rimborso anticipato (sulla base del piano di ammortamento) e quelli totali. In effetti, sembra difficile scorgere, in aggiunta alla proporzionalità lineare e alla curva degli interessi, altri metodi ragionevoli di quantificazione della riduzione del costo del credito nell'ipotesi dell'estinzione anticipata del finanziamento.

⁵ Resta impregiudicata ogni considerazione in ordine alle condizioni di legittimità di simili accordi, in particolare quando accompagnati da forme di incentivo quali i cc.dd. «*rappel*». Sul tema, sia consentito di rinviare a U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto»*, in Riv. Dir. Civ., 2015, II, 1560 ss.

Credit scoring e trasparenza algoritmica

SOMMARIO: 1. Erogazione del credito e processi decisionali automatizzati: il *credit scoring*. – 2. *Credit scoring* e GDPR. Incidenza della decisione algoritmica sul processo decisionale della banca. La portata applicativa dell'art. 22 GDPR. – 3. Valutazione algoritmica del merito creditizio e controllo delle modalità di esercizio del potere discrezionale della banca. – 4. *Credit scoring* e tutela del consumatore nella direttiva 2023/2225/UE. – 5. Regolamento 2024/1968/UE (AI Act) e *credit scoring*: verso un divieto della *black box*? – Rilevi conclusivi: trasparenza dei processi decisionali algoritmici e macchina come strumento di supporto all'attività decisionale umana.

1. Erogazione del credito e processi decisionali automatizzati: il credit scoring

Da diverso tempo ormai l'avanzamento tecnologico consegna strumenti, sempre più spesso basati su modelli di intelligenza artificiale, in grado di elaborare enormi quantità di dati e fornire, sulla base di essi, *output* finalizzati a orientare o sostituire le scelte umane. Le decisioni algoritmiche stanno invadendo gran parte dei campi di azione dell'attività umana. L'incidenza di esse sui processi deliberativi delle persone è oggetto di indagine sotto svariati profili, dalla qualificazione dei prodotti consegnati dalle macchine alla individuazione della disciplina applicabile ai nuovi fenomeni. Lo scopo è quello di regolare i fenomeni in atto senza disincentivare il progresso scientifico tecnologico, garantendo, al contempo, un livello di tutela accettabile.

Tra i settori maggiormente influenzati dallo sviluppo tecnologico vi sono certamente quelli finanziario, bancario e assicurativo, da sempre protagonisti della attuazione pratica delle innovazioni consegnate dalla scienza informatica¹.

¹ Nel settore finanziario il progresso tecnologico corre e si concretizza molto velocemente, tanto da potersi ipotizzare l'emersione di un settore del tutto nuovo: il *Fintech*. Sulla definizione attribuibile al termine *Fintech* non vi è unanimità di vedute, pur nella comune e pacifica rilevanza del fenomeno. Per alcuni si tratta di una sorta di *genus* declinabile, al suo interno, in diverse *species*; altri sostengono che si tratti di un fenomeno innovativo a sé stante; altri ancora ritengono che possa essere qualificato al pari di un settore, una industria o una tecnologia oppure una modalità operativa, per

Con precipuo riferimento all'attività di erogazione del credito, per un verso, banche e intermediari stanno incrementando l'uso dei nuovi strumenti nei processi di deliberazione della concessione dei finanziamenti, a partire dall'utilizzo di sistemi algoritmici di *credit scoring*² fino ad arrivare alla totale automazione del processo di

una ricognizione delle diverse posizioni v. A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, 1 ss.

Ad ogni modo, l'innovazione tecnologica in ambito finanziario ha consentito di mutare i modelli di business, di migliorare i processi e di creare nuovi prodotti. L'innovazione concerne tutti i settori della intermediazione bancaria e finanziaria: servizi di pagamento, credito, servizi di consulenza, valute virtuali, tecnologie di validazione decentrata delle transazioni, supporto all'erogazione dei servizi ecc. In argomento v. M. T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017; R. LENER (a cura di), «Fintech»: diritto, tecnologia e finanza, Roma, 2018; E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del «Fintech»*, Milano, 2019; M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020; G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e Fintech*, Milano, 2021; M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza artificiale, nella prestazione dei servizi finanziari*, in Riv. trim. dir. econom., 2021, 186 ss.; L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023. Con riferimento alle applicazioni di intelligenza artificiale nel settore finanziario v. anche G. BAGATTINI, C. GUAGLIANO, *Artificial intelligence in UE securities markets*, ESMA TRV Risk analysis, 2023, consultabile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf.

² La letteratura in materia di *credit scoring* è ampia, senza pretese di esaustività: F. BAGNI, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in Osservatorio sulle fonti, 2, 2021, 909 ss.; L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in Riv. trim. dir. econ., 2021, p. 290; ID, *Il credit scoring "intelligente": esperienza, rischi e nuove regole*, in questa Rivista, 2023, p. 261; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, ivi, p. 174 ss.; ID, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, in Riv. dir. impr., 3, 2023, 467 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in Dir. banc. merc. fin., 2020, 187 ss.; ID., *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, in Dialoghi di Diritto dell'Economia, gennaio 2025, <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2025/01/2025-Mattassoglio-Credit-scoring.pdf>; P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in questa Rivista, 2024, 825 ss.; C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, in Intelligenza artificiale e rapporti bancari, M.

decisione³; per altro verso, nuovi fenomeni stanno prendendo piede, quale ad esempio il credito *peer to peer lending*⁴.

L'influenza delle decisioni algoritmiche si apprezza soprattutto con riferimento alle moderne modalità di calcolo del merito di credito⁵.

È noto che, prima della conclusione del contratto, il finanziatore deve valutare il merito di credito del consumatore, al fine di verificare la capacità di quest'ultimo di restituire la somma ottenuta in prestito. Tradizionalmente tale procedura, pur avvalendosi di sistemi automatizzati di calcolo, non faceva uso di modelli di intelligenza artificiale, né si avvaleva di *soft data*, dati cioè caratterizzati da informazioni extra-finanziarie.

Il *credit scoring* algoritmico è, invece, un sistema automatizzato funzionale alla valutazione del merito creditizio che differisce dal modello tradizionale in punto sia di qualità dei dati oggetto della valutazione, sia di metodo tecnico di valutazione di detti dati. La macchina, a fronte del suo funzionamento, restituisce un punteggio

PROTO (a cura di), Pisa, 2024, 107 ss.; E. CAPOBIANCO, *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, in questa *Rivista*, 2024, 997 ss. Con precipuo riferimento alla disciplina del *credit scoring* nel solco del dibattito sul ruolo della volontà negoziale nei sistemi di intelligenza artificiale v. anche P. GAGGERO, *Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali*, in questa *Rivista*, 2025, 1 ss.

³ L'utilizzo di sistemi automatizzati per la valutazione del merito di credito e nei processi decisionali in materia di credito è stato oggetto di attenzione anche da parte della *European Banking Authority*, v. EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020. Per una sintesi del documento v. C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, cit., 122 ss.

⁴ Si tratta di prestiti tra privati che si concludono ed eseguono su piattaforme digitali. Sul tema v. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2019, 125 ss. Per una descrizione dei caratteri dell'operazione v. L. MODICA, *Prestito tra privati su piattaforma*, in *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, M. PROTO (a cura di), Pisa, 2024, 76 ss.

⁵ L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nell'ambito della valutazione del merito di credito è oggetto di uno studio effettuato dalla Banca d'Italia, cfr. E. BONACCORSI DI PATTI, F. CALABRESI, B. DE VARTI, F. FEDERICO, M. AFFINITO, M. ANTOLINI, F. LORIZZO, S. MARCHETTI, I. MASIANI, M. MOSCATELLI, F. PRIVITERA, G. RINNA, *Intelligenza artificiale nel credit scoring: analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, 2022, consultabile al seguente indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0721/QEF_721_IT.pdf

idoneo a prevedere la solvibilità del cliente, agevolando e, almeno teoricamente, ottimizzando il processo decisionale che conduce all'accoglimento o al rigetto della richiesta di finanziamento. Il punteggio ottenuto dal *software* indica il rischio legato al finanziare un soggetto determinato, così impattando sulla decisione della banca di erogare o meno il credito.

La valutazione avviene attraverso l'elaborazione di dati anche alternativi a quelli tradizionali. Si tratta di dati non strettamente legati alla storia finanziaria del cliente, ma che si traggono dalle "tracce" digitali di quest'ultimo e includono abitudini, propensioni di acquisto o addirittura preferenze manifestate attraverso l'utilizzo dei motori di ricerca *online*⁶. L'uso di sistemi di AI, in particolare di *machine learning*, può consentire al *software* anche di auto apprendere e migliorarsi ottimizzando, almeno in astratto, la propria *performance*.

Il ricorso a sistemi algoritmici di valutazione del merito di credito apporta sicuri vantaggi. Consente, infatti, una migliore profilazione del cliente, permettendo così al finanziatore di meglio selezionare i soggetti meritevoli e meglio adeguare il servizio offerto alle singole peculiarità, e potrebbe per di più incentivare l'inclusione finanziaria rispetto a quei soggetti che non posseggono una storia creditizia. Allo stesso tempo, i rischi sono ormai ben noti, primo tra tutti quello discriminatorio⁷.

Il rischio di discriminazione, conseguenza di un *bias* o di un malfunzionamento del *software*, potrebbe causare una rappresentazione errata della capacità finanziaria del cliente⁸. Sotto questo aspetto,

⁶ Cfr. M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, cit., 182.

⁷ Sul rischio di discriminazione v. M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, cit., 467 ss.

⁸ In argomento v. L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, cit., 471 s. «l'utilizzo di sistemi di AI/ML ha fatto emergere rischi di opacità della decisione così che non era agevole verificare se il sistema producesse esiti scorretti o discriminazioni anche grazie all'utilizzo di dati personali. Più in generale, il credit scoring algoritmico può produrre inefficienze e decisioni non corrette nel caso in cui i prestatori utilizzino bias cognitivi e comportamentali dei consumatori sfruttando situazioni di vulnerabilità con la conseguente offerta di condizioni contrattuali più sfavorevoli che il richiedente è indotto ad accettare. A causa della nota caratterizzazione di "black box" degli algoritmi di ML sono apparse numerose le difficoltà di dare "spiegazioni" sia ai consumatori che ai supervisor riguardo la logica sottesa alle decisioni basate sul credit scoring».

delicata è anche la questione relativa all'uso di dati non corretti o non sufficientemente rappresentativi in fase di «addestramento» del *software*. Invero, le informazioni con le quali il *software* viene allenato assumono un ruolo importante in quanto rappresentano il substrato conoscitivo sul quale la macchina opera. I dati utilizzati per tale delicata fase potrebbero rispecchiare, involontariamente, pregiudizi e/o convinzioni, provocando a valle una discriminazione indiretta⁹. Stesse preoccupazioni si rinvergono per i dati raccolti, nel corso dell'attività, dal *software* e da esso rielaborati e utilizzati per l'autoapprendimento.

A ciò si aggiunga che per gli algoritmi che fanno uso di intelligenza artificiale spesso non è possibile prevedere - né per le parti, né per il programmatore - e conoscere il processo decisionale eseguito per ottenere quel determinato risultato (c.d. *black box*¹⁰). Ciò rende la decisione robotica opaca, nel senso di non poter essere spiegata. La c.d. scatola nera, in altre parole, rende complicato comprendere quali siano stati i fattori che hanno avuto influenza sul risultato, dunque sul punteggio ottenuto. Ciò si traduce nella impossibilità di spiegare le ragioni che hanno condotto all'ottenimento di quel risultato, il quale poi ha determinato, ad esempio, il rigetto della richiesta di finanziamento o l'applicazione di determinate condizioni.

In un contesto in cui la valutazione del merito di credito non influisce solo sull'accesso al credito, ma anche sul costo del finanziamento, la qualità dei dati oggetto di valutazione e, soprattutto, la mancanza di

⁹ Ritene M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, cit., 481, che «se la discriminazione diretta può essere evitata, ad esempio, non codificando nel sistema di IA le caratteristiche protette, quella indiretta appare, in una certa misura, inevitabile perché la natura dell'apprendimento automatico è imperfetta, dal momento che replica i pregiudizi cognitivi e sociali umani esistenti». Inoltre, sostiene l'A. che «la discriminazione indiretta può poi essere occultata dal funzionamento del sistema algoritmico (nel caso delle *black boxes* o degli *unsupervised system*), dal segreto industriale o dalla carenza di competenze ed esperienza o da errori compiuti dalle persone preposte a predeterminare, supervisionare e interpretare le decisioni algoritmiche».

¹⁰ Per studi in materia di *black box*, senza alcuna pretesa di esaustività, v. F. PASQUALE, *The black box society. The secret algorithms that control money and information*, Cambridge, 2015; T. WISCHMEYER, *Artificial Intelligence and Transparency: opening the Black Box*, in T. WISCHMEYER, T. RADEMACHER (eds.), *Regulating Artificial Intelligence*, Cham, 2020, 75 ss.; S. QUINTARELLI, *Intelligenza Artificiale. Cos'è davvero, come funziona, che effetti avrà*, Torino, 2020.

trasparenza rispetto alla elaborazione di questi rappresentano problemi urgenti da risolvere.

La questione non è sfuggita né alle autorità giudiziarie, né al regolatore europeo. Di recente i sistemi automatizzati di valutazione del merito di credito sono stati oggetto – proprio per la metodologia utilizzata - di una pronuncia della Corte di Giustizia, finalizzata a comprendere se a essi vada o meno applicata la disciplina del GDPR in materia di decisioni automatizzate¹¹ e sono stati altresì in parte disciplinati da neo introdotte normative di settore.

2. Credit scoring e GDPR. Incidenza della decisione algoritmica sul processo decisionale della banca. La portata applicativa dell'art. 22 GDPR

I sistemi automatizzati di *credit scoring* sono stati oggetto di una interessante pronuncia della Corte di Giustizia¹², con riferimento alla portata applicativa dell'art. 22 del GDPR. Segnatamente, il menzionato articolo dispone che «l'interessato ha il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona» a meno che la decisione automatizzata i) sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento; ii) sia autorizzata dal diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento, che precisa altresì

¹¹ Il riferimento corre a C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, v. in *One Legale*, con la quale la Corte UE ha ritenuto che le decisioni algoritmiche di valutazione del merito di credito rientrano nel perimetro applicativo dell'art. 22 GDPR.

¹² C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, cit.. Per commenti alla sentenza v. F. D'ORAZIO, *Il credit scoring e l'art. 22 GDPR al vaglio della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2024, 410 ss.; E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di scoring creditizio*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2024, 110 ss.; A. G. GRASSO, *Decisioni automatizzate e merito creditizio: la Corte di giustizia sul credit scoring*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2024, 730 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La Corte di Giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, cit., 1 ss.

misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato; iii) si basi sul consenso esplicito dell'interessato.

Rispetto alla portata applicativa di questa previsione la Corte di Giustizia è stata chiamata a pronunciarsi sulla riconducibilità della decisione algoritmica di valutazione del merito di credito¹³ – effettuata da un terzo e comunicata al finanziatore - al procedimento automatizzato¹⁴.

¹³ Al fine di comprendere al meglio l'iter argomentativo seguito e le soluzioni adottate sembra opportuno ripercorrere, seppure brevemente, la vicenda alla base del rinvio pregiudiziale. Una richiesta di prestito, avanzata da un consumatore, veniva rigettata a causa della valutazione negativa sul merito creditizio elaborata e trasmessa all'ente finanziatore dalla società *Schufa*. Tale società, grazie ai sistemi di *credit scoring*, fornisce ai propri partner commerciali un giudizio relativo al comportamento futuro del cliente, con precipuo riferimento alla probabilità che questi sia in grado di rimborsare un prestito. La valutazione avviene tramite l'uso di sistemi algoritmici che lavorano enormi quantità di dati e si fonda su procedure matematiche e statistiche, le quali consentono di assegnare una persona a un gruppo di altre aventi caratteristiche simili e comparabili. Ciò consente di presumere che il comportamento del soggetto valutato sia analogo a quello degli altri appartenenti allo stesso gruppo. In sostanza si tratta di *software* che, elaborati i dati, forniscono quale *output* la probabilità di rimborso del credito. La valutazione così ottenuta viene trasmessa all'ente finanziatore il quale sulla base di essa decide se erogare o meno il finanziamento e a quali condizioni. Nel caso di specie, a fronte della negata concessione del prestito, il ricorrente chiedeva alla società *Schufa* di comunicargli le informazioni sui dati personali da questa detenute e di eliminare quelle ritenute errate. La *Schufa*, a fronte di tale richiesta, comunicava al richiedente il punteggio ottenuto e, a somme linee, il modello di calcolo utilizzato. Si rifiutava, invece, di rendere notizie sulle ulteriori informazioni processate ai fini del calcolo e sulla loro ponderazione, sostenendo che tali indicazioni erano coperte dal segreto commerciale e, soprattutto, che il suo operato fosse limitato alla trasmissione di informazioni alla propria controparte contrattuale (il finanziatore), la quale era l'unica a poter adottare la decisione finale relativa alla conclusione o meno del contratto di finanziamento. Sicché l'attività di *Schufa* non rivestiva carattere decisionale.

¹⁴ Più di recente è stato sottoposto alla Corte di Giustizia un altro caso avente ad oggetto il calcolo automatizzato del merito di credito dell'interessato, con specifico riferimento all'ampiezza del diritto di accesso di cui all'art. 15 GDPR. Il riferimento corre a Corte giust. UE, causa C-203/22. In particolare, a seguito di una richiesta di rinnovo di un abbonamento telefonico, il richiedente vedeva rigettata la domanda a causa del punteggio negativo relativo al proprio punteggio, calcolato automaticamente, di merito di credito. La società che aveva effettuato il calcolo negava l'accesso all'informazione relativa alla logica seguita dall'algoritmo e ai dati processati in forza della tutela del segreto commerciale. Dalla relazione dell'Avvocato Generale, visionabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal->

Il nodo centrale, dunque, riguarda la qualificazione in termini di decisione direttamente incidente sulla sfera dell'interessato dell'*output* della macchina¹⁵. Riguarda cioè la possibilità che il calcolo del merito

content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:62022CC0203, possono trarsi interessanti rilievi. L'Avvocato Generale, nel suo parere, specifica che non è necessario rivelare tutti i dettagli tecnici di un algoritmo, ma piuttosto fornire spiegazioni chiare e comprensibili sul funzionamento. Chiarisce anche che è vero che il segreto industriale o la proprietà intellettuale possono giustificare il rifiuto di divulgare dettagli completi su un algoritmo, ma ciò non consente di negare totalmente all'interessato le informazioni generali inerenti ai fattori presi in considerazione e alla loro composizione. In altre parole, l'obbligo di fornire «informazioni significative sulla logica utilizzata» dovrebbe essere inteso nel senso di consentire all'interessato di ottenere spiegazioni sufficientemente dettagliate sul metodo utilizzato per la valutazione e le ragioni che hanno portato a un determinato risultato. In particolare, il titolare del trattamento dovrebbe fornire all'interessato informazioni generali sui fattori presi in considerazione ai fini del processo decisionale e sulla loro rilevanza a livello aggregato. Sul punto, recentemente v. il commento di F. MATTASSOGLIO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, cit., 3.

¹⁵ Da quando le macchine producono *output* in grado di incidere sulla sfera degli interessati si è reso necessario interrogarsi sulla qualificazione giuridica del prodotto della macchina al fine di comprendere quale sia la disciplina applicabile. Nel nostro Paese la giurisprudenza amministrativa si è occupata di qualificare il risultato ottenuto tramite l'utilizzo di un algoritmo utilizzato per la determinazione delle sedi di lavoro dei docenti in applicazione della legge n. 107 del 2015, c.d. Buona scuola, cfr. Tar Lazio, sez. III bis, 22 marzo 2017, n. 3769, in *giustizia-amministrativa.it*. I giudici amministrativi hanno evidenziato che l'algoritmo nel decidere la destinazione degli insegnanti aveva di fatto sostanzialmente il procedimento amministrativo alla cui conclusione vi è il provvedimento e per questa ragione le regole previste dalla legge 241 del 1990 risultavano pienamente applicabili. In particolare, nel contenzioso che si sviluppò un sindacato di insegnanti – dopo essersi visto negare la richiesta da parte del Ministero – presentò al TAR Lazio domanda di accesso all'algoritmo, ai sensi dell'art. 22 della legge n. 241 del 1990. Durante il giudizio il Ministero si difese sostenendo in primo luogo che il codice sorgente del software non poteva essere considerato né documento amministrativo né atto amministrativo informatico ai sensi della legge 241 del 1990 e pertanto la disciplina in materia di accesso agli atti non era applicabile; in secondo luogo, che l'accesso non poteva essere consentito in quanto il software, prodotto da una società privata, era coperto dai diritti di proprietà intellettuale. I giudici amministrativi, accogliendo il ricorso, hanno disatteso le difese del Ministero evidenziando che l'algoritmo nel decidere la destinazione degli insegnanti aveva di fatto sostanzialmente il procedimento amministrativo alla cui conclusione vi è il provvedimento e per questa ragione le regole previste dalla legge 241 del 1990 risultavano pienamente applicabili. A ben vedere, quindi, l'applicabilità delle regole che governano il procedimento amministrativo è dipesa dalla previa

creditizio non rivesta solo carattere preparatorio alla successiva decisione assunta dalla banca¹⁶, ma, al contrario, rappresenti esso stesso la causa di preclusione o accesso al credito.

La Corte di Giustizia ha ritenuto, condivisibilmente, che la decisione algoritmica nell'ambito della valutazione del merito di credito sia qualificabile alla stregua delle decisioni automatizzate di cui all'art. 22 GDPR.

I passaggi argomentativi si snodano in tre punti, ricalcanti le tre condizioni necessarie ai fini della applicabilità dell'art. 22 GDPR: i) esistenza di una decisione; ii) decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato dei dati, compresa la profilazione; iii) decisione produttiva di effetti giuridici o incidente in maniera significativa sulla persona¹⁷.

Sul significato da attribuire al termine «decisione», in mancanza di una definizione espressa, questo deve essere ricostruito in via interpretativa, tenendo conto dell'impatto che il procedimento automatico può avere sulla sfera dell'interessato. In proposito, la Corte per un verso rileva che l'art. 22 GDPR consente di attribuire ampia portata al termine «decisione» e, per altro verso, valorizza il considerando 71 del GDPR¹⁸ ove, a titolo esemplificativo, è previsto

qualificazione dell'azione realizzata dalla macchina. Qualificazione che, dunque, si è mostrata preliminare e decisiva per la selezione della disciplina concretamente chiamata a regolare e risolvere il conflitto. In generale sul rapporto tra algoritmi e potere amministrativo v. M. TIMO, *Algoritmo e potere amministrativo*, in *dir. econom.*, 1, 2020, 753 ss.

¹⁶ In una precedente pronuncia, l'autorità giudiziaria tedesca ha ritenuto che la decisione automatizzata avente ad oggetto la valutazione del merito di credito rivestisse carattere meramente preparatorio. In quella prospettiva, la valutazione automatizzata del merito di credito non poteva integrare una decisione automatizzata direttamente incidente sulla sfera dell'interessato in quanto tale valutazione rappresentava solo la base per la successiva decisione di erogazione o meno del finanziamento. Sicché la determinazione avente effetti sulla sfera dell'interessato era quella assunta da un essere umano, cfr. BGH, 28 gennaio 2013, VI ZR156/2013, v. in <https://openjur.de/u/677956.html>.

¹⁷ C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, cit.

¹⁸ Cfr. Regolamento 2016/679/UE, Considerando 71, «l'interessato dovrebbe avere il diritto di non essere sottoposto a una decisione, che possa includere una misura, che valuti aspetti personali che lo riguardano, che sia basata unicamente su un trattamento automatizzato e che produca effetti giuridici che lo riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona, quali il rifiuto automatico di una

che il rigetto automatico della richiesta di prestito online possa integrare una misura che determina implicazioni rilevanti per la sfera dell'interessato. Pare altresì pacifico che l'attività in questione risponda alla nozione di «profilazione» come definita dall'art. 4, punto 4, GDPR.

L'ultima delle condizioni risulta parimenti soddisfatta in quanto le risultanze fattuali dimostrano che la domanda di finanziamento, presentata dal consumatore alla banca, viene rigettata in quasi tutti i casi

domanda di credito online o pratiche di assunzione elettronica senza interventi umani. Tale trattamento comprende la «profilazione», che consiste in una forma di trattamento automatizzato dei dati personali che valuta aspetti personali concernenti una persona fisica, in particolare al fine di analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze o gli interessi personali, l'affidabilità o il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti dell'interessato, ove ciò produca effetti giuridici che la riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona. Tuttavia, è opportuno che sia consentito adottare decisioni sulla base di tale trattamento, compresa la profilazione, se ciò è espressamente previsto dal diritto dell'Unione o degli Stati membri cui è soggetto il titolare del trattamento, anche a fini di monitoraggio e prevenzione delle frodi e dell'evasione fiscale secondo i regolamenti, le norme e le raccomandazioni delle istituzioni dell'Unione o degli organismi nazionali di vigilanza e a garanzia della sicurezza e dell'affidabilità di un servizio fornito dal titolare del trattamento, o se è necessario per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento, o se l'interessato ha espresso il proprio consenso esplicito. In ogni caso, tale trattamento dovrebbe essere subordinato a garanzie adeguate, che dovrebbero comprendere la specifica informazione all'interessato e il diritto di ottenere l'intervento umano, di esprimere la propria opinione, di ottenere una spiegazione della decisione conseguita dopo tale valutazione e di contestare la decisione. Tale misura non dovrebbe riguardare un minore.

Al fine di garantire un trattamento corretto e trasparente nel rispetto dell'interessato, tenendo in considerazione le circostanze e il contesto specifici in cui i dati personali sono trattati, è opportuno che il titolare del trattamento utilizzi procedure matematiche o statistiche appropriate per la profilazione, metta in atto misure tecniche e organizzative adeguate al fine di garantire, in particolare, che siano rettificati i fattori che comportano inesattezze dei dati e sia minimizzato il rischio di errori e al fine di garantire la sicurezza dei dati personali secondo una modalità che tenga conto dei potenziali rischi esistenti per gli interessi e i diritti dell'interessato e che impedisca tra l'altro effetti discriminatori nei confronti di persone fisiche sulla base della razza o dell'origine etnica, delle opinioni politiche, della religione o delle convinzioni personali, dell'appartenenza sindacale, dello status genetico, dello stato di salute o dell'orientamento sessuale, ovvero che comportano misure aventi tali effetti. Il processo decisionale automatizzato e la profilazione basati su categorie particolari di dati personali dovrebbero essere consentiti solo a determinate condizioni.

in cui il tasso di probabilità di adempimento sia insufficiente. Nella prassi, dunque, è il tasso di probabilità comunicato ai finanziatori a determinare se e come questi ultimi contrarranno, con la conseguenza che la decisione della banca di erogare o meno il prestito dipende dalla valutazione effettuata automaticamente dal *software*; pertanto, le procedure in discorso influiscono indiscutibilmente sulla sfera del richiedente il prestito. In questa prospettiva, il *credit scoring*, pur se effettuato da un soggetto diverso dal finanziatore, incide direttamente sulla sfera del cliente, il quale sarebbe sottoposto a una decisione automatizzata ai sensi dell'art. 22 GDPR.

Da questo angolo visuale è quindi dirimente il peso che acquista la decisione automatizzata ai fini della successiva deliberazione umana, di guisa che la disciplina in parola risulta applicabile laddove il processo automatizzato, seppure non direttamente rappresentativo della determinazione finale, abbia in qualche maniera consumato la discrezionalità del soggetto al quale la determinazione stessa è demandata.

La pronuncia non può che essere accolta favorevolmente, in quanto valorizza il profilo funzionale della norma di modo da garantire l'effettività della tutela per l'interessato. Nondimeno, gli ulteriori problemi connessi all'uso di AI e alla mancanza di trasparenza dei processi decisionali automatizzati non sembrano del tutto risolti. Specie ove si consideri che spesso l'opacità del procedimento decisionale condotto da un modello di intelligenza artificiale non consente agevolmente, né agli sviluppatori né agli utilizzatori, di comprendere in pieno quale sia il percorso che conduce a un determinato risultato.

In questa ottica, i problemi inerenti all'utilizzo di sistemi di *credit scoring* non riguardano soltanto il diretto impatto della decisione su di un centro di interessi ma anche – e forse soprattutto – la controllabilità e la comprensibilità delle ragioni che sono causa della decisione. Ebbene, il discorso relativo alla decisione algoritmica nell'ambito della concessione del credito è assai più vasto poiché si interseca con il controllo dell'esercizio del potere discrezionale della banca.

3. Valutazione algoritmica del merito creditizio e controllo delle modalità di esercizio del potere discrezionale della banca

La valutazione del merito creditizio, si è detto, è finalizzata alla selezione dei potenziali debitori meritevoli della fiducia creditizia; di quei soggetti cioè per i quali risulta che gli obblighi derivanti dal contratto di finanziamento saranno verosimilmente adempiuti, sì da rendere effettiva la prospettiva restitutoria.

Le regole relative alla valutazione del merito di credito non rispondono solo agli interessi delle banche, nel solco della sana e prudente gestione, ma anche a quelli dei consumatori¹⁹. Segnatamente la normativa in materia rappresenta l'epicentro dell'interesse generale all'erogazione del credito, mira a tutelare il finanziato da pratiche irresponsabili e sovraindebitamento²⁰ e, allo stesso tempo, è diretta a garantire la stabilità del sistema bancario nel suo complesso²¹.

¹⁹ La disciplina della valutazione del merito di credito è epicentro di diverse costruzioni volte a perimetrare il grado di autonomia riconosciuto alle banche, specie con riferimento all'esistenza o meno di un obbligo di astensione dall'erogazione di credito in favore di soggetti non meritevoli e di un diritto perfetto del cliente finanziariamente solido alla concessione del finanziamento, in argomento v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 2, 352 ss.

²⁰ In argomento v. anche la direttiva 2023/2225/UE, art. 18, par. 1 ove è previsto che «Gli Stati membri dispongono che, prima della conclusione di un contratto di credito, il creditore debba effettuare una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore. Tale valutazione è effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento, e tiene adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito».

²¹ Sul punto v. Corte giust. UE, 11 gennaio 2024, C-755/22, *Nárokuj s.r.o. contro EC Financial Services, a.s.*, in *dirittobancario.it*, ove con riferimento all'art. 8 della direttiva 2008/48 la Corte ha ritenuto che l'obbligo gravante sul creditore di valutare il merito di credito da un lato previene il rischio di sovraindebitamento o di insolvenza, e dall'altro «la responsabilizzazione dei creditori e la prevenzione di pratiche irresponsabili nella concessione di crediti ai consumatori contribuiscono in modo essenziale al buon funzionamento del mercato del credito al consumo. Poiché tali finalità sono indipendenti dalla situazione o dal comportamento di un determinato consumatore, esse non sono conseguite per il solo fatto dell'esecuzione integrale del contratto di credito concluso da quest'ultimo. Qualsiasi altra interpretazione

La valorizzazione degli interessi normativamente predeterminati e tutelati dalla disciplina in parola ha consentito di giungere alla qualificazione della parte bancaria quale ufficio di diritto privato²². In questa prospettiva, quella che guarda cioè agli interessi, l'esercizio del potere negoziale delle banche non è libero, ma funzionalizzato, in quanto teso alla cura, dalla legge imposta, anche dell'interesse dei clienti e dell'intero sistema bancario²³. Un agire, dunque, non libero ma vincolato nei fini. La vincolatività del fine - e quindi il necessario perseguimento dell'interesse anche del cliente - segna il passaggio rispetto all'attività e con precipuo riferimento alla valutazione del merito creditizio dal suo contenuto libero a quello discrezionale²⁴. È in

condurrebbe a favorire l'inosservanza, da parte del creditore, dell'obbligo ad esso incombente in forza dell'articolo 8 della direttiva 2008/48 e potrebbe privare tale disposizione del suo effetto utile».

²² Sulla qualificazione della parte professionale quale ufficio di diritto privato v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 321 ss.; v. anche, con diverse argomentazioni, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato della banca e la concessione di credito abusiva, o imprudente*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2021, 1 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Swap tra banche e clienti, D. MAFFEIS (a cura di), 2014, 3 ss.

²³ Ritene E. CAPOBIANCO, *op. cit.*, p. 1008, che attualmente «la valutazione del merito creditizio si avvia, per effetto delle previsioni che nel sistema sono oggi contenute nella disciplina consumeristica e in quella relativa al sovraindebitamento, ad assumere le fattezze di un vero e proprio obbligo teso non solo ad assicurare il rispetto da parte dell'intermediario dei requisiti di stabilità, ma altresì – configurandosi in tal caso come obbligo di protezione – a proteggere l'integrità della situazione patrimoniale del debitore assicurando la sostenibilità del prestito sì da scongiurare l'esposizione di quest'ultimo ad una situazione di sovraindebitamento».

²⁴ Sulla natura del potere discrezionale dell'intermediario v. R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1120 ss., secondo il quale il riconoscimento della natura discrezionale del potere presuppone l'esistenza di una norma che ne orienti la funzione e che dunque definisca il contenuto specifico della situazione di autonomia contrattuale, oltre la generica previsione dell'art. 41 Cost. L'autonomia, come da tempo rilevato e sostenuto, non ha fondamento unitario; pertanto, il fondamento si rintraccia di volta in volta secondo gli interessi coinvolti. Così può essere distinto ad esempio il fondamento dell'autonomia a contenuto non patrimoniale in quanto integrato dai principi fondamentali degli artt. 2 e 3 Cost. oppure il fondamento della autonomia della PA integrato dagli artt. 97 ss. L'autonomia dell'intermediario trae invece il suo contenuto specifico dall'art. 47

questa prospettiva che la modalità di esercizio del potere discrezionale può essere controllata.

Su questa premessa, la funzionalizzazione dell'attività di concessione dei finanziamenti permette di riconoscere il diritto del cliente a che la valutazione del merito di credito sia svolta correttamente e che la scelta di erogare o no sia fondata sull'esito della valutazione ed eventualmente su altre ragioni di carattere oggettivo.

Il rilievo consente di delimitare il campo dell'indagine. Oggetto della discussione non è la decisione algoritmica in sé considerata. Sulla banca non grava un obbligo di concedere credito neppure a fronte di una valutazione positiva del merito²⁵. La scelta sulla concessione dei finanziamenti è infatti scelta insindacabile che attiene al profilo organizzativo dell'impresa²⁶. Insindacabile purché però tale scelta sia

Cost. «rispetto a questa norma e al valore da essa dedotto, tale attività è poi (...) in senso stretto funzionalizzata per il tramite dell'art. 21 TUF e, per ciò stesso, costituisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale».

Sui fondamenti diversificati dell'autonomia negoziale in relazione agli interessi e ai valori da realizzare v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 326 ss.

²⁵ Anche a fronte della valutazione positiva del merito di credito sulla banca non grava un obbligo di concessione del finanziamento v. in proposito M.M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 687; M.M. SEMERARO, A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), 2021, 1847 ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 351 ss.; ID, *Accesso al credito e valutazione del merito creditizio*, in *Arbitro Bancario Finanziario*, G. CONTE (a cura di), Milano, 2021, 211; per una posizione che ritiene che la valutazione del merito di credito non abbia nulla a che fare con l'eventuale esistenza di un diritto al credito v. A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, in *Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2022, 1578; ritiene, invece, sussistente un diritto al credito F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. civ.*, 2015, 569 ss.

²⁶ Anche l'orientamento dell'Arbitro bancario e finanziario è unanime nel riconoscere l'insindacabilità della decisione della banca di concedere o meno finanziamenti, fermo l'assolvimento degli obblighi precontrattuali di buona fede e correttezza, cfr. *ex multis* ABF Roma, decisione 7629, 13 maggio 2022, in www.arbitrobancariofinanziario.it.

la diretta conseguenza del corretto esercizio del potere discrezionale. Per questa ragione non è oggetto di discussione la decisione a sé stante.

Neppure è oggetto di discussione l'eventuale sussistenza di un obbligo della banca di astensione dall'erogazione del finanziamento in ipotesi di valutazione non sufficiente²⁷. Tale questione, infatti, investe sempre il momento della decisione finale; dunque, riguarda un altro piano e presuppone in ogni caso la correttezza della valutazione del merito di credito. In definitiva, la deliberazione finale, essendo l'ultimo atto di un procedimento più complesso il cui cuore è la valutazione della

²⁷ L'esistenza o meno di un obbligo di astensione è stata discussa. L'Arbitro bancario e finanziario tendeva a escludere la sussistenza di un obbligo di tal tipo sostenendo che la verifica del merito creditizio non può includere una generica responsabilità della banca per il sovraindebitamento del cliente, né un obbligo in capo all'intermediario di impedire tale evento, sul punto cfr. ABF Milano, decisione 25023, 2021 e ABF Roma, decisione 6585, 27 aprile 2022, ove è affermata l'inesistenza nell'ordinamento di una norma, a tutela del cliente, che imponga all'intermediario di evitare il sovraindebitamento di questi. In particolare, ritiene l'Arbitro che «una responsabilità del finanziatore per l'erogazione di credito irresponsabile può sussistere soltanto in ipotesi di lapalissiana violazione del dovere di buona fede nella fase di formazione del contratto di finanziamento e che spetta al ricorrente fornire "elementi che dimostrino tale lapalissiana violazione del dovere di buona fede ed il nesso causale tra l'erogazione di un finanziamento asseritamente irresponsabile e i danni patiti"», in merito v. anche ABF Napoli, decisione 1067, 2018. Diversamente, v. in particolare M.M. SEMERARO, A. TUCCI, *op. cit.*, 1846 ss.. In argomento v. anche R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 354 ss., secondo il quale in caso di esito negativo della valutazione relativa al merito di credito la banca non può erogare il finanziamento; «ciò non soltanto per ragioni collocate sul piano della sua gestione sana e prudente ma anche in ragione della profilabilità di una funzione di tutela dell'interesse dei clienti, rappresentabile in analogia con la disposizione dell'art. 21 TUF». v. anche F. QUARTA, *Prevenzione di pratiche irresponsabili nel credito ai consumatori. La Corte di Giustizia tiene il punto sulla nullità del contratto e rilancia*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2024, 1 ss. La recente direttiva 2023/2225/UE relativa ai contratti di credito ai consumatori sembra contenere un obbligo di astensione dalla concessione del finanziamento qualora il merito di credito del consumatore non mostri che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti. Segnatamente prevede l'art. 18, par. 6, che «Gli Stati membri assicurano che il creditore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto in questione, tenendo conto dei fattori pertinenti di cui al paragrafo 1».

posizione del cliente, necessita di poggiare sulla correttezza di questa valutazione. Pertanto, oggetto di discussione è ciò che conduce alla decisione, ciò che sta prima di essa e la determina. Oggetto di discussione è dunque il momento dell'esercizio del potere discrezionale.

Se infatti il cliente non può vantare, ad esempio, un diritto al credito, in quanto - lo si ribadisce - la banca non è tenuta a erogare finanziamenti anche a fronte di un merito creditizio positivo, può vantare, invece, il diritto a che la valutazione del merito di credito sia svolta correttamente e dunque la decisione finale sia il frutto di un apprezzamento esatto e oggettivo della sua posizione. Sia il frutto in definitiva del corretto esercizio del potere.

In questa prospettiva, dunque, non si tratta di sindacare la scelta della banca. Si tratta invece di controllare che la modalità di esercizio del potere discrezionale, racchiusa nel processo deliberativo, non abbia travalicato o disatteso i limiti posti dalle regole in materia e che, allo stesso tempo, non abbia tradito o sviato la sua funzione.

Su queste basi si innesta il problema relativo alla opacità dei sistemi di valutazione del merito di credito. In particolare, il controllo relativo alla modalità di esercizio del potere, tradizionalmente garantito dalla motivazione delle scelte effettuate, è possibile solo ove siano esplicite e chiare le ragioni che hanno condotto alla determinazione finale.

È in questo contesto che l'utilizzo di sistemi algoritmici per la valutazione del merito di credito laddove non consentissero di risalire alle ragioni che hanno determinato la valutazione, non sarebbero sufficienti a dimostrare la correttezza del procedimento eseguito e dunque la sua esattezza. In questa prospettiva, solo la trasparenza del procedimento decisionale condotto dal sistema automatizzato garantisce la controllabilità della modalità di esercizio del potere discrezionale.

4. Credit scoring e tutela del consumatore nella direttiva 2023/2225/UE

Si è detto che la mancanza di comprensibilità del processo decisionale operato dalla macchina rischia di avere un impatto significativo sul controllo dell'esercizio del potere discrezionale della banca, sicché sembra opportuno chiedersi se di sistemi di questo tipo ne sia consentito l'utilizzo.

Il discorso non può che prendere le mosse dai recenti interventi normativi in materia: il Regolamento europeo 2024/1968 sulla intelligenza artificiale (AI Act) e la direttiva europea 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori, i quali, pur intervenendo su piano diversi, forniscono alcune importanti indicazioni. Il primo introduce disposizioni dirette alla regolazione del mercato. Segnatamente, introduce una serie di misure dirette a limitare i rischi connessi all'uso di AI introducendo, per alcuni sistemi, obblighi di trasparenza. Il secondo impatta sul rapporto tra banca e cliente fornendo strumenti di tutela a favore del consumatore il cui merito di credito sia calcolato tramite procedure automatizzate.

Cominciamo dalla direttiva sul credito ai consumatori.

Una premessa: sebbene la direttiva non operi distinzioni tra sistemi che fanno uso di modelli di AI e sistemi che, invece, non utilizzano tali modelli è bene chiarire subito che sono i *software* caratterizzati dall'intelligenza artificiale a destare le maggiori preoccupazioni, in quanto è in essi che spesso non è agevole comprendere il processo decisionale che ha condotto all'ottenimento del risultato. Si è detto infatti che tali sistemi sono spesso intrisi di opacità, per cui né gli sviluppatori né gli utilizzatori sono capaci di comprendere pienamente quali siano state le interazioni e i processi che hanno condotto alla decisione²⁸. Nella c.d. *black box*, ad esempio, la mancanza di comprensibilità del procedimento eseguito dalla macchina dipende dall'utilizzo di un certo modello funzionale. Il *software*, per la mole di dati lavorati e per le connessioni individuate tra essi, potrebbe non esplicitare l'iter decisionale eseguito, con la conseguenza che il prodotto ottenuto potrebbe non essere a sua volta giustificabile.

In altre parole, se per i sistemi automatizzati tradizionali non dovrebbero esserci particolari problemi rispetto alla comprensibilità del risultato ottenuto dalla macchina né dei dati adoperati per giungervi,

²⁸ L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, cit., 473, «l'assenza di trasparenza è una caratteristica intrinseca degli algoritmi di ML che durante il processo di apprendimento producono nuovi insiemi di regole così che anche per gli sviluppatori diventa difficile comprendere in dettaglio il motivo di alcune modifiche». Secondo gli autori, tuttavia, «questo non si traduce necessariamente in risultati opachi in quanto proprio gli sviluppatori, pur non comprendendo ogni passaggio logico, possono regolare i parametri che strutturano il processo di addestramento per verificare vari output».

diverso è il caso relativo ai sistemi che fanno uso di AI e, specialmente, di modelli di *machine learning* o *deep learning*²⁹.

Ciò detto, la direttiva in discorso sembra intervenire su due fronti. Il primo inerente alla qualità dei dati che possono essere utilizzati ai fini della valutazione del merito creditizio; il secondo inerente agli strumenti di tutela azionabili allorquando tale valutazione sia effettuata mediante il trattamento automatizzato dei dati, a prescindere dall'uso o meno di un modello di intelligenza artificiale.

Con riferimento alla qualità delle informazioni oggetto di valutazione, la direttiva, oltre a ribadire che la valutazione del merito creditizio dovrebbe basarsi su notizie necessarie, proporzionate, pertinenti, complete e accurate, riguardanti la situazione economico finanziaria del richiedente, prevede che non possano essere presi in considerazione, ai fini del calcolo del merito di credito, i dati provenienti dai *social network*³⁰. Specifica inoltre all'art. 18, par. 3, che

²⁹ Il *machine learning* indica un sistema in grado di auto apprendere grazie all'esperienza e all'analisi dei dati. Il *deep learning*, invece, indica un sistema che utilizza reti neurali artificiale e che dunque simula il funzionamento del cervello umano.

³⁰ Cfr. Direttiva 2023/2225/UE considerando 55 «La valutazione del merito creditizio dovrebbe basarsi sulle informazioni riguardanti la situazione economico-finanziaria. Tali informazioni dovrebbero essere necessarie e proporzionate rispetto alla natura, alla durata, al valore e ai rischi del credito per il consumatore, in linea con il principio di minimizzazione dei dati di cui al regolamento (UE) 2016/679, e dovrebbero essere pertinenti, complete e accurate. Esse dovrebbero includere almeno il reddito e le spese del consumatore, anche tenendo adeguatamente conto degli attuali obblighi del consumatore, tra cui le spese di sostentamento di quest'ultimo e della sua famiglia, nonché le sue passività finanziarie. Tali informazioni non dovrebbero includere categorie particolari di dati personali di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679, come i dati relativi alla salute, compresi i dati sui tumori, né le informazioni ottenute dai social network. Gli Orientamenti dell'Autorità bancaria europea del 29 maggio 2020 in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti indicano quali categorie di dati possano essere utilizzate per il trattamento dei dati personali ai fini della valutazione del merito creditizio, compresi i documenti giustificativi del reddito o di altre fonti di rimborso e le informazioni sulle attività e passività finanziarie o su altri impegni finanziari. Per facilitare la valutazione, i consumatori dovrebbero fornire informazioni sulla loro situazione economico-finanziaria. Il credito dovrebbe essere erogato al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto. Nel valutare la capacità del consumatore di adempiere agli obblighi stabiliti

i *social network* non possono neppure essere considerati fonti esterne dalle quali consultare i dati.

Le regole richiamate sembrano condurre a ritenere che le tracce informatiche ricavabili dall'uso delle piattaforme di comunicazione non possano essere in alcun modo adoperate ai fini del calcolo³¹. Ebbene, seppure i *soft data* rappresentino una categoria più ampia rispetto alle informazioni provenienti dalle sole piattaforme social, sicuramente si effettua un passo avanti rispetto alla selezione delle informazioni valutabili ai fini della previsione di solvibilità del richiedente il prestito.

Con riferimento alla disciplina relativa al trattamento automatizzato dei dati per la valutazione del merito di credito³² la direttiva introduce il diritto del cliente: i) di ottenere una spiegazione significativa della valutazione effettuata (e quindi dell'*output* della macchina); ii) di esprimere la propria opinione in proposito e di contestare la valutazione (e quindi il risultato offerto dalla macchina); iii) di chiedere e ottenere un riesame della valutazione e della decisione.

Il quadro offerto prevede dunque una serie di diritti di cui è titolare il consumatore ai quali corrispondono obblighi a carico della banca che paiono andare proprio nella direzione tracciata precedentemente³³, imponendo a quest'ultima di rendere note le ragioni alla base della

dal contratto di credito, il creditore dovrebbe tenere conto dei fattori pertinenti e delle circostanze specifiche, ad esempio, ma non solo, nel caso di credito concesso conformemente alla presente direttiva per finanziare gli studi o per coprire spese sanitarie eccezionali, l'esistenza di prove sufficienti del fatto che tale credito comporterà redditi futuri per il consumatore, o l'esistenza di garanzie reali o di altre forme di garanzia che il consumatore potrebbe fornire per garantire il credito».

³¹ Sul punto ritiene F. TRAPANI, *La nuova direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo: note in tema di educazione finanziaria, merito di credito e servizi di consulenza sul debito*, in *Nuove leggi civili commentate*, 3, 2024, 779, che con riferimento all'uso di dati alternativi, con specifico riferimento a quelli provenienti dai social network, per la valutazione del merito di credito la direttiva non sia particolarmente chiara permanendo un velo di incertezza sulla possibilità per gli intermediari di adoperare tali dati. L'A. sostiene che la mancanza di un divieto all'uso dei dati provenienti dai social network potrebbe dipendere dalla possibilità che vi sia stato un esplicito consenso al loro utilizzo. In altre parole, la non assolutezza della preclusione sarebbe spiegabile in quanto alla non utilizzabilità generale dei dati provenienti dai social si affiancherebbe una possibilità di utilizzo fondata su un esplicito consenso dell'interessato.

³² Cfr. art. 18, par. 8, direttiva 2023/2225/UE

³³ V. *retro* § 3.

valutazione. Segnatamente la direttiva sembra garantire che la valutazione del merito di credito sia l'esito di un procedimento chiaro, comprensibile e verificabile. A questo riguardo, va detto in prima battuta che la decifrabilità della valutazione, a prescindere dal diniego o meno del finanziamento, è assicurata dalla chiara rappresentabilità del processo decisionale eseguito dalla macchina. Ciò significa che l'adempimento dell'obbligo di fornire spiegazioni chiare e comprensibili della valutazione effettuata presuppone che il *software* fornisca le informazioni necessarie a ripercorrere il menzionato processo.

Nell'architettura complessiva della Direttiva un ruolo centrale ai fini delle tutele del cliente riveste l'obbligo di fornire spiegazioni, strumentale a rendere trasparente la decisione assunta e controllabile l'esercizio del potere discrezionale della banca. Pertanto, qualora il *software* utilizzato non consenta di comprendere il processo decisionale eseguito, nonché il peso che ciascun singolo dato assume ai fini della decisione e la banca non sia in grado di documentare l'*iter* che conduce alla valutazione, strada obbligata è la rivalutazione. A questo riguardo, sembra che la *ratio* sottesa alla disciplina di derivazione comunitaria induca a prediligere una interpretazione del dato positivo che escluda la possibilità di fare ricorso agli stessi sistemi automatizzati il cui uso è stato in precedenza contestato dal cliente. Considerato che la disposizione fa riferimento genericamente a detti sistemi e richiede espressamente l'intervento umano, sembra contraddittorio ammettere che la nuova valutazione sia effettuata attraverso il ricorso a *software*. In sintesi: il processo decisionale che conduce alla valutazione del merito di credito, a prescindere dal mezzo con il quale tale valutazione è condotta, deve essere esplicito. Tutto ciò si traduce nella verificabilità delle ragioni poste a fondamento della decisione ed eventualmente nella giustiziabilità di quest'ultima. Si tratta, esattamente come sopra rilevato, della possibilità di controllare le modalità di esercizio del potere discrezionale tramite la trasparenza dei processi decisionali.

La controllabilità, dunque, passa o per l'esplicazione del processo algoritmico che ha condotto al risultato o per la rivalutazione della posizione non effettuata mediante strumenti algoritmici; in entrambe le ipotesi l'interesse al corretto esercizio del potere discrezionale è garantito dalla trasparenza e dalla intellegibilità delle ragioni che hanno

determinato la valutazione che è a fondamento della decisione sulla concessione del credito.

La risposta alla domanda iniziale, con precipuo riferimento alla direttiva in discorso, è dunque no, la direttiva di per sé non vieta l'utilizzo di *software* caratterizzati dalla c.d. *black box*; tuttavia, mira a rendere, in ogni caso, spiegabile il processo decisionale sul quale si fonda la decisione finale, consentendo, in tal modo, di accertare che l'agire discrezionale sia in linea con la sua funzione e sia altresì conforme a regole, principi e valori dell'ordinamento³⁴. Nondimeno, un divieto di utilizzo di alcune tecnologie caratterizzate da *black box* lo si può forse ricavare dalla disciplina introdotta dal Regolamento AI, la quale stabilisce, tra l'altro, i requisiti minimi affinché un sistema di intelligenza artificiale ad alto rischio possa essere immesso sul mercato europeo.

5. Regolamento 2024/1968/UE (AI Act) e credit scoring: verso un divieto della black box?

L'Europa, prima tra tutti gli altri Paesi³⁵, si è di recente dotata di una disciplina dei sistemi di intelligenza artificiale³⁶, emanando il Regolamento UE 2024/1968 (AI Act). Le norme regolano l'accesso e la commercializzazione delle tecnologie di AI all'interno dell'Unione, l'obiettivo è garantire lo sviluppo e l'impiego responsabile di tali sistemi, stabilendo obblighi per fornitori e operatori. Il piano di rilevanza è dunque quello della regolazione del mercato.

³⁴ Consentono di appurare, ad esempio, che ragioni immeritevoli possano influire sul risultato e dunque sulla concessione del finanziamento o sulle condizioni applicate.

³⁵ L'Europa, per quanto concerne l'intelligenza artificiale, ha intrapreso la strada della regolazione. Diversamente negli Stati Uniti domina il principio di autoregolazione in favore della innovazione; in Cina, invece, l'approccio è ancora differente essendo ritenuto essenziale il controllo anche politico e culturale, sul punto v. A. GENTILI, *Regole per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 4, 2024, 1043 ss.

³⁶ Secondo A. GENTILI, *op. cit.*, 1044 ss., «una regolamentazione dell'intelligenza artificiale può avere due scopi: prevenzione dei danni e disciplina degli atti, leciti e illeciti. Oggetto del primo è neutralizzare i rischi; del secondo allocare i diritti e le responsabilità nascenti dall'attività tramite sistemi esperti.» Il Regolamento AI, secondo l'Autore, si ispirerebbe al primo degli scopi individuati.

L'approccio adottato è basato sul rischio, al crescere del quale le misure divengono sempre più stringenti fino a vietare l'utilizzo delle tecnologie che implicano un rischio considerato inaccettabile³⁷.

³⁷ A norma del Regolamento 2024/1689/UE sono vietate, in quanto espongono a un rischio inaccettabile, le seguenti pratiche «a) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di un sistema di IA che utilizza tecniche subliminali che agiscono senza che una persona ne sia consapevole o tecniche volutamente manipolative o ingannevoli aventi lo scopo o l'effetto di distorcere materialmente il comportamento di una persona o di un gruppo di persone, pregiudicando in modo considerevole la loro capacità di prendere una decisione informata, inducendole pertanto a prendere una decisione che non avrebbero altrimenti preso, in un modo che provochi o possa ragionevolmente provocare a tale persona, a un'altra persona o a un gruppo di persone un danno significativo; b) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di un sistema di IA che sfrutta le vulnerabilità di una persona fisica o di uno specifico gruppo di persone, dovute all'età, alla disabilità o a una specifica situazione sociale o economica, con l'obiettivo o l'effetto di distorcere materialmente il comportamento di tale persona o di una persona che appartiene a tale gruppo in un modo che provochi o possa ragionevolmente provocare a tale persona o a un'altra persona un danno significativo; c) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di sistemi di IA per la valutazione o la classificazione delle persone fisiche o di gruppi di persone per un determinato periodo di tempo sulla base del loro comportamento sociale o di caratteristiche personali o della personalità note, inferite o previste, in cui il punteggio sociale così ottenuto comporti il verificarsi di uno o di entrambi gli scenari seguenti: i) un trattamento pregiudizievole o sfavorevole di determinate persone fisiche o di gruppi di persone in contesti sociali che non sono collegati ai contesti in cui i dati sono stati originariamente generati o raccolti; ii) un trattamento pregiudizievole o sfavorevole di determinate persone fisiche o di gruppi di persone che sia ingiustificato o sproporzionato rispetto al loro comportamento sociale o alla sua gravità; d) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di un sistema di IA per effettuare valutazioni del rischio relative a persone fisiche al fine di valutare o prevedere il rischio che una persona fisica commetta un reato, unicamente sulla base della profilazione di una persona fisica o della valutazione dei tratti e delle caratteristiche della personalità; tale divieto non si applica ai sistemi di IA utilizzati a sostegno della valutazione umana del coinvolgimento di una persona in un'attività criminosa, che si basa già su fatti oggettivi e verificabili direttamente connessi a un'attività criminosa; e) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di IA che creano o ampliano le banche dati di riconoscimento facciale mediante scraping non mirato di immagini facciali da internet o da filmati di telecamere a circuito chiuso; f) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di IA per inferire le emozioni di una persona fisica nell'ambito del luogo di lavoro e degli istituti di istruzione, tranne laddove l'uso del sistema di IA sia destinato a essere messo in funzione o immesso sul mercato per motivi medici o di sicurezza; g) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di categorizzazione biometrica che

Il *credit scoring* relativo alle persone fisiche è incluso tra i sistemi ad alto rischio in quanto da esso dipende l'accesso dell'interessato alle risorse finanziarie o ai servizi essenziali (quali, ad esempio, l'alloggio, l'energia elettrica e i servizi di telecomunicazione³⁸); ciò si traduce in un impatto di queste tecnologie su interessi fondamentali. La classe di rischio è determinata pure dalla circostanza per la quale tramite queste tecnologie si potrebbero perpetuare, anche involontariamente, dinamiche discriminatorie, escludendo dall'accesso al credito alcuni soggetti per ragioni basate su dati sensibili.

L'inclusione di tale sistema in quelli ad alto rischio fa sì che si applichino una serie di misure stringenti per la relativa messa in commercio o in servizio. In particolare, il Regolamento prevede che i sistemi ad alto rischio debbano essere sviluppati, nell'ottica della finalità perseguita, sulla base di set di dati per l'addestramento, la

classificano individualmente le persone fisiche sulla base dei loro dati biometrici per trarre deduzioni o inferenze in merito a razza, opinioni politiche, appartenenza sindacale, convinzioni religiose o filosofiche, vita sessuale o orientamento sessuale; tale divieto non riguarda l'etichettatura o il filtraggio di set di dati biometrici acquisiti legalmente, come le immagini, sulla base di dati biometrici o della categorizzazione di dati biometrici nel settore delle attività di contrasto; h) l'uso di sistemi di identificazione biometrica remota «in tempo reale» in spazi accessibili al pubblico a fini di attività di contrasto a meno che, e nella misura in cui, tale uso sia strettamente necessario per uno degli obiettivi seguenti: i) la ricerca mirata di specifiche vittime di sottrazione, tratta di esseri umani o sfruttamento sessuale di esseri umani, nonché la ricerca di persone scomparse; ii) la prevenzione di una minaccia specifica, sostanziale e imminente per la vita o l'incolumità fisica delle persone fisiche o di una minaccia reale e attuale o reale e prevedibile di un attacco terroristico; iii) la localizzazione o l'identificazione di una persona sospettata di aver commesso un reato, ai fini dello svolgimento di un'indagine penale, o dell'esercizio di un'azione penale o dell'esecuzione di una sanzione penale per i reati di cui all'allegato II, punibile nello Stato membro interessato con una pena o una misura di sicurezza privativa della libertà della durata massima di almeno quattro anni».

³⁸Cfr. Regolamento 2024/1689/UE, considerando 58, «[...] È inoltre opportuno classificare i sistemi di IA utilizzati per valutare il merito di credito o l'affidabilità creditizia delle persone fisiche come sistemi di IA ad alto rischio, in quanto determinano l'accesso di tali persone alle risorse finanziarie o a servizi essenziali quali l'alloggio, l'elettricità e i servizi di telecomunicazione. I sistemi di IA utilizzati a tali fini possono portare alla discriminazione fra persone o gruppi e possono perpetuare modelli storici di discriminazione, come quella basata sull'origine razziale o etnica, sul genere, sulle disabilità, sull'età o sull'orientamento sessuale, o possono dar vita a nuove forme di impatti discriminatori».

convalida e la prova, che siano pertinenti, sufficientemente rappresentativi e, per quanto possibile, esenti da errori, nonché completi. Prevede ancora che per ogni sistema di tal tipo sia predisposto un modello di gestione del rischio che consenta: i) l'identificazione e l'analisi dei rischi noti e ragionevolmente prevedibili che il sistema può porre per la salute, la sicurezza e i diritti fondamentali quando è usato conformemente alle sue finalità e, in relazione ai rischi così individuati, l'adozione di misure opportune e mirate intese ad affrontarli; ii) la stima e la valutazione dei rischi quando il sistema è usato conformemente alle sue finalità ma in condizioni di uso improprio seppure ragionevolmente prevedibile; iii) la valutazione di altri eventuali rischi derivanti dall'analisi dei dati raccolti dal sistema di monitoraggio successivo all'immissione sul mercato.

Le AI ad alto rischio devono altresì essere dotate di un sistema di tracciabilità del loro funzionamento di modo che vi sia la registrazione automatica degli eventi per tutto il ciclo di vita del sistema stesso.

Tutte previsioni queste che sembrano consentire di limitare a monte il più possibile gli errori e le inefficienze dei sistemi AI ad alto rischio³⁹. Ad esempio, la disciplina che impone una certa qualità dei dati per l'addestramento, la convalida e la prova di detti sistemi sembra evitare che dati «spazzatura» o non pertinenti possano influenzare l'andamento e, quindi, a valle gli *output* del *software*. Allo stesso modo la catalogazione dei possibili rischi derivanti dall'uso di questi strumenti pare essere funzionale a prevenirne la verifica rispetto alla messa in commercio o in servizio del *software*.

Il Regolamento – oltre a prevedere obblighi che impattano sul corretto procedimento effettuato dalla macchina e mirano a contenere il rischio di errore o di malfunzionamento – introduce misure volte a rendere comprensibile il processo decisionale da essa effettuato. Stabilisce infatti che tutti i sistemi ad alto rischio siano sviluppati e progettati in modo da garantire la trasparenza del funzionamento e la comprensibilità dell'*output* da parte dell'utilizzatore, cosicché questi

³⁹ Ritene E. CAPOBIANCO, *op. cit.*, 1011 che «Il Regolamento muove nella giusta direzione [...] ammettendo la possibilità di ricorrere a sistemi di intelligenza artificiale per la valutazione del merito creditizio ma nel rispetto di significativi requisiti obbligatori e previa valutazione *ex ante* della conformità, così da ridurre al minimo il rischio di decisioni errate o distorte, in una prospettiva dichiaratamente antropocentrica improntata alla tutela dei diritti fondamentali».

possa interpretarlo e utilizzarlo adeguatamente⁴⁰. In particolare, la classificazione del sistema ad alto rischio impone il rispetto di specifici obblighi di progettazione e sviluppo tesi a garantire la trasparenza dei processi decisionali e dunque idonei a consentire all'utilizzatore l'interpretazione dell'*output* e, di conseguenza, il suo adeguato utilizzo. Ciò sembra funzionale anche a quanto previsto dall'art. 86 dello stesso Regolamento, il quale introduce a favore dell'interessato – nell'ipotesi in cui non sia altrimenti previsto dal diritto dell'Unione⁴¹ – il diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali⁴².

Il bilanciamento tra necessità di non disincentivare il progresso tecnologico (né limitare troppo l'uso di *software* che utilizzano modelli di AI) e garanzia di un alto livello di tutela passa anche in questa sede per la trasparenza. Passa cioè per la comprensibilità dei processi decisionali tutte le volte in cui l'impatto della decisione algoritmica investe un interesse fondamentale.

Nel quadro regolatorio introdotto dall'AI Act la trasparenza dei sistemi algoritmici sembra avere dunque una doppia declinazione⁴³, che si dipana nella intellegibilità del processo decisionale in favore sia dell'utilizzatore sia del soggetto la cui sfera giuridica può essere interessata da una vicenda conseguenza di una decisione algoritmica. Segnatamente fa riferimento alla prima declinazione la previsione che obbliga a sviluppare e progettare i sistemi ad alto rischio in modo da garantire in favore dell'utilizzatore – con specifico riferimento alla

⁴⁰ Cfr. art. 13 Regolamento 1689/2024/UE.

⁴¹ L'art. 86, Regolamento 1689/2024/UE, prevede che «Qualsiasi persona interessata oggetto di una decisione adottata dal deployer sulla base dell'output di un sistema di IA ad alto rischio elencato nell'allegato III, ad eccezione dei sistemi elencati al punto 2 dello stesso, e che produca effetti giuridici o in modo analogo incida significativamente su tale persona in un modo che essa ritenga avere un impatto negativo sulla sua salute, sulla sua sicurezza o sui suoi diritti fondamentali ha il diritto di ottenere dal deployer spiegazioni chiare e significative sul ruolo del sistema di IA nella procedura decisionale e sui principali elementi della decisione adottata. 2. Il paragrafo 1 non si applica all'uso di sistemi di IA per i quali sono previste eccezioni o limitazioni all'obbligo stabilito in tale paragrafo in virtù del diritto dell'Unione o del diritto nazionale, in linea con il diritto dell'Unione. 3. Il presente articolo si applica solo nella misura in cui il diritto di cui al paragrafo 1 non sia altrimenti previsto dal diritto dell'Unione»

⁴² Cfr. art. 86 Regolamento 1689/2024/UE.

⁴³ Ritiene coniugabile il tema della *explainability* dell'algoritmo in due accezioni: quella del consumatore e quella dell'operatore A. DAVOLA, *op. cit.*, 187 ss.

valutazione del merito di credito, la banca – la trasparenza del funzionamento e la comprensibilità del risultato ottenuto dalla macchina ai fini del corretto utilizzo del risultato stesso. Fa riferimento alla seconda declinazione esattamente la previsione dell'art. 86 del Regolamento, la quale introduce il diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali in favore della persona destinataria degli effetti della decisione algoritmica o che, in modo analogo, subisca l'incidenza negativa dell'*output* della macchina nella sfera della sua salute, della sua sicurezza, o dei suoi diritti fondamentali.

Le previsioni in discorso, come detto, mirano a regolare il mercato⁴⁴. In particolare, quelle attinenti agli obblighi di progettazione e sviluppo

⁴⁴ L'art. 26 del Regolamento 1689/2024/UE prevede, inoltre, obblighi a carico del deployer. Segnatamente «I deployer di sistemi di IA ad alto rischio adottano idonee misure tecniche e organizzative per garantire di utilizzare tali sistemi conformemente alle istruzioni per l'uso che accompagnano i sistemi, a norma dei paragrafi 3 e 6. 2. I deployer affidano la sorveglianza umana a persone fisiche che dispongono della competenza, della formazione e dell'autorità necessarie nonché del sostegno necessario. 3. Gli obblighi di cui ai paragrafi 1 e 2 lasciano impregiudicati gli altri obblighi dei deployer previsti dal diritto dell'Unione o nazionale e la libertà dei deployer di organizzare le proprie risorse e attività al fine di attuare le misure di sorveglianza umana indicate dal fornitore. 4. Fatti salvi i paragrafi 1 e 2, nella misura in cui esercita il controllo sui dati di input, il deployer garantisce che tali dati di input siano pertinenti e sufficientemente rappresentativi alla luce della finalità prevista del sistema di IA ad alto rischio. 5. I deployer monitorano il funzionamento del sistema di IA ad alto rischio sulla base delle istruzioni per l'uso e, se del caso, informano i fornitori a tale riguardo conformemente all'articolo 72. Qualora abbiano motivo di ritenere che l'uso del sistema di IA ad alto rischio in conformità delle istruzioni possa comportare che il sistema di IA presenti un rischio ai sensi dell'articolo 79, paragrafo 1, i deployer ne informano, senza indebito ritardo, il fornitore o il distributore e la pertinente autorità di vigilanza del mercato e sospendono l'uso di tale sistema. Qualora abbiano individuato un incidente grave, i deployer ne informano immediatamente anche il fornitore, in primo luogo, e successivamente l'importatore o il distributore e le pertinenti autorità di vigilanza del mercato. Nel caso in cui il deployer non sia in grado di raggiungere il fornitore, si applica mutatis mutandis l'articolo 73. Tale obbligo non riguarda i dati operativi sensibili dei deployer dei sistemi di IA che sono autorità di contrasto. Per i deployer che sono istituti finanziari soggetti a requisiti in materia di governance, di dispositivi o di processi interni stabiliti a norma del diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari, l'obbligo di monitoraggio di cui al primo comma si considera soddisfatto se sono soddisfatte le regole sui dispositivi, sui processi e sui meccanismi di governance interna a norma del pertinente diritto in materia di servizi finanziari. 6. I deployer di sistemi di IA ad alto rischio conservano i log generati automaticamente da tale sistema di IA ad alto rischio, nella misura in

tendono a imporre blocchi all'ingresso sul mercato di *software* qualificati ad alto rischio che non rispecchino le caratteristiche prescritte. Nella prospettiva segnata dal Regolamento AI l'utilizzo di sistemi "opachi" di *credit scoring* dovrebbe essere, pertanto, eliso in radice. Infatti, il regolamento, classificando tali sistemi ad alto rischio, non consente di immettere sul mercato e commercializzare *software* che forniscono *output* oscuri o inspiegabili⁴⁵. Tra questi, sembrano annoverabili proprio le c.dd. black box.

6. *Rilievi conclusivi: trasparenza dei processi decisionali algoritmici e macchina come strumento di supporto all'attività decisionale umana*

Il Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la Direttiva sul credito ai consumatori paiono andare nella stessa direzione, quella cioè di promuovere la trasparenza algoritmica. Da un lato, il Regolamento AI, sul piano della regolazione, non consente l'utilizzo di sistemi opachi finalizzati alla valutazione del merito di credito: l'ingresso sul mercato di modelli di intelligenza artificiale ad alto rischio è possibile solo nel rispetto degli di trasparenza introdotti. Dall'altro, la direttiva sul credito ai consumatori dà rilievo centrale nell'ambito del rapporto banca - cliente alla trasparenza del processo decisionale in favore del consumatore, delineando un insieme di tutele che obbligano il primo a fornire spiegazioni circa la valutazione effettuata e, se del caso, a rieffettuarla.

cui tali log sono sotto il loro controllo, per un periodo adeguato alla prevista finalità del sistema di IA ad alto rischio, di almeno sei mesi, salvo diversamente disposto dal diritto dell'Unione o nazionale applicabile, in particolare dal diritto dell'Unione in materia di protezione dei dati personali. I deployer che sono istituti finanziari soggetti a requisiti in materia di governance, di dispositivi o di processi interni stabiliti a norma del diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari conservano i log come parte della documentazione conservata a norma del pertinente diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari (...)).».

⁴⁵ Secondo, P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, cit., 857, le regole dettate in materia di credit scoring dal Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e dalla Direttiva sul credito ai consumatori dovrebbero non lasciare spazio ai sistemi caratterizzati dalla c.d. *black box*.

Fermato il rilievo assunto dalla trasparenza nella prospettiva sia della regolazione sia della tutela nel rapporto, l'approccio seguito dal legislatore europeo consente almeno due osservazioni.

La prima riguarda il potere di autonomia esercitato mediante *software* decisionali. Laddove, l'esercizio del potere negoziale non sia libero ma funzionalizzato o, comunque, involga interessi fondamentali normativamente protetti e non disponibili per le parti, l'utilizzo dei moderni processi decisionali automatizzati è sì consentito purché però resti controllabile la modalità di esercizio del potere medesimo. Con specifico riferimento alla fase di valutazione del merito di credito, ad esempio, che è fase nella quale la banca è in effetti titolare di un potere discrezionale e non libero, la corretta modalità di esercizio di tale potere tramite l'utilizzo di sistemi decisionali automatizzati passa per la trasparenza del processo deliberativo.

Il secondo rilievo riguarda l'incidenza diretta delle decisioni algoritmiche sui rapporti negoziali e sembra segnare il ritorno della macchina a mero strumento di ausilio alle decisioni umane. Il quadro appena delineato pare inserirsi infatti nel solco di un approccio *human in the loop*, nel quale la tecnologia è relegata a mero strumento di supporto all'attività umana, con il conseguente ridimensionamento dell'influenza delle decisioni algoritmiche sul processo decisionale della persona a vantaggio di una crescente tutela del destinatario della decisione. Tornando alla valutazione del merito di credito, ciò sembra avvalorato anche dalla possibilità di esercitare il diritto di ottenere una rivalutazione a seguito della contestazione da parte del cliente della decisione adottata tramite il *software*; svincolata, com'è, tale richiesta dal riscontro di un errore o un malfunzionamento del processo decisionale automatizzato. La possibilità di chiedere sempre l'intervento umano a seguito dell'utilizzo di *software* induce a reputare che la macchina resti pur sempre uno strumento di ausilio dell'agire umano, con conseguente ridimensionamento del relativo impatto sulla vicenda negoziale.

Profili dell'insolvenza bancaria

SOMMARIO: 1. Rilevanza e connotati dell'insolvenza nel settore bancario – 2. Cristallizzazione del contesto rilevante per l'accertamento successivo – 3. Perdita della continuità e stravolgimento del criterio di giudizio: l'accertamento successivo all'apertura della liquidazione coatta amministrativa – 4. Rilevanza e problemi dell'insolvenza “provocata” dalla risoluzione: l'accertamento nella liquidazione coatta amministrativa consecutiva – 5. Accertamento contestuale e successivo all'amministrazione straordinaria – 6. Correttivi alla nozione generale: la rilevanza dell'incapacità reversibile – 7. *Segue:* la rilevanza dell'insufficienza patrimoniale notevole, evidente e non transitoria – 8. Riepilogo delle conclusioni raggiunte.

1. Rilevanza e connotati dell'insolvenza nel settore bancario

Nel sistema generale la nozione di insolvenza segna il confine tra la tutela della libera iniziativa economica del debitore e la tutela dell'interesse del ceto creditorio: mentre la solvibilità implica il potere del debitore di opporre la propria autonomia ad ogni ingerenza; l'insolvenza introduce una situazione di soggezione, alla quale corrisponde il potere dei creditori di provocarne lo spossessamento¹. A quelli individuali si aggiunge l'interesse generale alla difesa del mercato dal propagarsi dell'incapacità di adempiere, che la legge economica del *concatenamento del credito* permette di diffondere da uno solo a una pluralità di soggetti².

¹ Per questa impostazione, soprattutto M. SANDULLI, *Il fallimento. I presupposti soggettivi e oggettivi*, in A. JORIO-B. SASSANI (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, I, Milano, 2014, 138 ss.; più di recente, A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese: le procedure concorsuali*, Bologna, 2023, 394; G. D'ATTORRE, *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Torino, 2024, 101-102.

² Con riferimento a contesti giuridici ed economici molto differenti, ALF. ROCCO, *Studi sulla teoria generale del fallimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1910, I, 673; A. NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, in *Trattato Bessone*, XXV, Torino, 2012, 219; M. SANDULLI, *Il fallimento. I presupposti soggettivi e oggettivi*, cit., 139-140. L'interesse alla stabilità del sistema economico trova conferma nella legittimazione concorrente del pubblico ministero a promuovere l'avvio delle procedure d'insolvenza, riconosciuta espressamente per la liquidazione giudiziale dagli artt. 37 e 38 c.c.i. e ricavabile solamente dalla formulazione originaria dell'art. 271, comma 1, c.c.i. per quella controllata.

Il pericolo per la stabilità e l'affidabilità delle relazioni economiche si dilata enormemente se il debitore esercita non una qualsiasi attività professionale o d'impresa, ma una che implica la formazione continua di una vasta serie di rapporti obbligatori³. È l'amplificazione dei rischi concentrati intorno all'attività bancaria a giustificare compressioni dell'autonomia altrimenti inammissibili, poiché basate sul riscontro di una condizione di dissesto generalmente preliminare all'insolvenza vera e propria⁴. Quest'ultima rimane del tutto indifferente all'attuazione

³ C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 284; EAD., *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato: un chiarimento importante dalla Corte di Giustizia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 276; E. HÜPKES, *Insolvency – why a special regime for banks?*, in 3 *International Monetary Fund Current Developments in Monetary and Financial Law* 459 (2015), 478: «what distinguishes a bank insolvency from a commercial bankruptcy is that the former may entail risk to the entire economic system, propagated through the insolvent bank's counterparties. If the counter-party is unable to absorb the shortfall resulting from a bank's defaulting on a contract (e.g., a foreign exchange contract, repurchase agreement, securities trading, swaps option, forward transactions, etc.) it may default on its own contracts with other banks. That could lead to further defaults, and the stability of the entire financial system is thereby threatened». Sul peculiare significato che l'indebitamento assume per l'attività creditizia, G. FERRI JR., *La posizione dei soci di società bancaria*, in AA. VV., *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, I, 811, quando osserva che «per l'impresa bancaria [...] l'indebitamento rappresenta non tanto, e non solo, l'esito del ricorso al finanziamento, [...] ma costituisce esso stesso un momento dell'esercizio di tale attività» (815); G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, in *Banca imp. soc.*, 2021, 402, concorde nel riconoscere che «la dilazione del credito non è un elemento accessorio delle operazioni attive e di quelle passive, è il loro stesso contenuto, riflesso della loro causa».

⁴ Sulle esigenze che giustificano un sistema settoriale di contrasto alla crisi degli istituti di credito, tra gli altri, A. NIGRO, *La gestione delle crisi bancarie nell'ordinamento comunitario*, in *Dir. banc. fin.*, 1990, I, 279 ss.; S. FORTUNATO, *Sulla liquidazione coatta delle imprese bancarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, I, 725 ss.; ID., *La liquidazione coatta delle banche dopo il testo unico: lineamenti generali e finalità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, I, 763 ss.; M.S. DESARIO, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 528; D. VATTERMOLI, *Le cessioni «aggregate» nella liquidazione coatta amministrativa delle banche*, Milano, 2001, 51 ss.; G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca, imp. soc.*, 2015, 340; L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, 2015, 318 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato: un chiarimento importante dalla Corte di Giustizia*, cit., 276; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella*

di un'ampia serie di iniziative⁵. Assume una rilevanza quanto meno eventuale rispetto a quelle che invece possono instaurarsi per la

speciale disciplina della crisi della banca, cit., 399; J.H. SOMMER, *Why bail-in? And how?*, in 20 *Economic Policy Review* 207 (2014), 207 ss.; E. HÜPKES, *Insolvency – why a special regime for banks?*, cit., 460 ss.; K.P. WOJCIK, *Bail-in in the Banking Union*, in 53 *Common Market Review* 91 (2016), 92 ss.

⁵ Se si considerano anche le iniziative affidate agli stessi organi della banca, l'insolvenza risulta irrilevante tanto per la predisposizione quanto per l'attuazione dei "piani di risanamento" individuali o di gruppo (art. 69 *ter* ss. TUB) e dei "piani di risoluzione" (art. 7, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180). La redazione è obbligatoria a prescindere dalla condizione del singolo istituto. Quanto all'attuazione, per i primi è sufficiente il «significativo deterioramento» «della situazione patrimoniale e finanziaria» (art. 69 *quater*, comma 1, TUB); per i secondi, l'avvio della risoluzione (*infra*, in questa nt.).

Dall'insolvenza prescindono anche le misure di intervento precoce: i "provvedimenti straordinari" (art. 78 TUB), i "poteri di intervento" sugli esponenti aziendali (art. 53 *bis* TUB) e il c.d. "*removal*" (artt. 69 *octiesdecies* ss. TUB).

L'adozione dei "provvedimenti straordinari" - divieto di intraprendere nuove operazioni oppure ordine di chiusura di succursali - non esige l'insolvenza né la constatazione di una crisi patrimoniale o finanziaria: reagisce alla «violazione di disposizioni legislative, amministrative o statutarie» che regolano l'attività bancaria o ad «irregolarità di gestione»; tuttavia, gli stessi provvedimenti possono intervenire, «nel caso di succursali di banche extracomunitarie, *anche* per insufficienza di fondi» (art. 78 TUB).

Nessuna specifica disposizione determina il presupposto per l'esercizio dei "poteri di intervento" sugli esponenti aziendali consentiti dall'art. 53 *bis* TUB. Il contenuto del rimedio - a modo d'esempio, la convocazione dei componenti degli organi sociali e dei dipendenti della banca - lascia intuire presupposti diversi dall'insolvenza, orientati contro violazioni attuali o prospettiche di norme vincolanti nell'organizzazione e nell'esercizio dell'attività bancaria.

Infine, sulla base degli artt. 69 *octiesdecies* ss. TUB, la Banca d'Italia può: sollecitare l'attuazione o l'aggiornamento di un piano di risanamento, qualora sussista la violazione delle regole in materia di vigilanza prudenziale ovvero tale violazione risulti imminente «anche a causa di un rapido deterioramento della situazione della banca o del gruppo» (art. 69 *octiesdecies*, lett. *a*, TUB); disporre la rimozione dei componenti degli organi aziendali o dei dirigenti «quando risultano gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie o gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero quando il deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario sia particolarmente significativo» (art. 69 *octiesdecies*, lett. *b*, TUB). Si tratta di misure che possono giustificarsi con l'insolvenza, ma non ne richiedono l'accertamento.

L'art. 70, comma 1, TUB, esclude la necessità dell'insolvenza anche per l'avvio dell'amministrazione straordinaria. La procedura esige in alternativa: le «gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie o gravi irregolarità

constatazione sia dell'insolvenza sia di altri presupposti: liquidazione coatta amministrativa e intervento di risoluzione⁶. Proprio perché non

nell'amministrazione» considerate dal precedente art. 69 *octiesdecies*, comma 1, lett. b; la previsione di «gravi perdite del patrimonio»; infine, la richiesta motivata degli organi amministrativi o dell'assemblea straordinaria. Nel corso della procedura i commissari possono disporre la sospensione dei pagamenti per oltre tre mesi, la quale secondo l'art. 74, comma 3, TUB «non costituisce stato d'insolvenza»; possono inoltre domandare l'accertamento di tale condizione ai sensi dell'art. 82, comma 1, TUB. Bastano queste ultime regole a confermare la rilevanza di presupposti diversi dall'insolvenza sia per l'avvio dell'amministrazione straordinaria sia per l'adozione del provvedimento di sospensione.

⁶ In base all'art. 17, comma 1, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, il ricorso alla liquidazione coatta amministrativa, alla risoluzione ovvero agli interventi di riduzione o conversione di strumenti di capitale esige che la banca si trovi in dissesto o a rischio di dissesto e che tale condizione non sia prontamente superabile mediante un diverso rimedio, inclusa l'amministrazione straordinaria. L'apparente affinità con la condizione di insolvenza è smentita dal comma successivo. La banca si considera dissestata o a rischio di dissesto quando: «a) risultano irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie che regolano l'attività della banca di gravità tale che giustificherebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività; b) risultano perdite patrimoniali di eccezionale gravità, tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo del patrimonio; c) le sue attività sono inferiori alle passività; d) essa non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza; e) elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro; f) è prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore, fatto salvo quanto previsto dall'articolo 18». Come osservano G. PRESTI, *Stato di crisi e stato di insolvenza*, in O. CAGNASSO-L. PANZANI (diretto da), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Torino, 2016, 418; V. D. GESMUNDO, *L'insolvenza bancaria al tempo dell'Unione*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 1220, l'unica condizione assimilabile all'insolvenza è quella indicata dalla lett. d, data dal «non [essere] in grado di pagare i propri debiti alla scadenza». La sua constatazione è però rimessa non all'autorità giudiziaria, ma a quella governativa, alla quale è affidata anche l'individuazione dell'intervento da attuare: si dispone la riduzione o conversione di azioni, altre partecipazioni e strumenti di capitale quando tali interventi consentono di rimediare al dissesto o al rischio di dissesto; altrimenti, si ricorre alla risoluzione o alla liquidazione coatta. L'autorità governativa opta per la risoluzione se questa risulta «necessaria e proporzionata» (art. 20, comma 2, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180) rispetto «alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela» (art. 21, comma 1, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180). Proprio le valutazioni discrezionali dell'autorità governativa inducono S. MACCARONE, *La gestione delle*

configura una premessa indefettibile, l'accertamento di tale condizione può svolgersi sia prima sia nel corso della procedura liquidatoria o della risoluzione bancaria⁷. La dichiarazione di insolvenza risulta necessaria solo per l'applicazione di un ridotto gruppo di regole nell'ambito di tali interventi⁸: gli artt. 82, comma 3, TUB e 36, comma 3, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 stabiliscono che la disciplina relativa all'inefficacia degli atti pregiudizievoli per i creditori si applica solamente se la banca viene dichiarata insolvente; gli artt. 343, comma 1, c.c.i. (corrispondente all'art. 237, comma 1, l. fall.) e 36, comma 2,

crisi bancarie tra diritto europeo e norme interne, in *Dir. banc. fin.*, 2018, I, 15, a considerare la risoluzione quale eccezione alla procedura liquidatoria.

⁷ L'art. 82, comma 1, TUB permette che, su istanza di uno o più creditori, del pubblico ministero o anche d'ufficio, il tribunale del luogo in cui la banca ha il centro degli interessi principali dichiari l'insolvenza prima della liquidazione coatta amministrativa o della risoluzione. La legittimazione viene estesa ai commissari straordinari se l'ente è sottoposto ad amministrazione straordinaria. In seguito alla verifica, l'art. 297, comma 5, c.c.i. dispone la comunicazione della sentenza all'autorità governativa per l'avvio della liquidazione o della risoluzione.

Sono l'art. 82, comma 2, TUB e l'art. 36, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 a regolare l'accertamento successivo. La precedente instaurazione della liquidazione coatta o dell'intervento di risoluzione implica un'iniziativa dell'autorità governativa non sollecitata dalla constatazione giudiziale dell'insolvenza ma dal dissesto o dal pericolo di dissesto. La verifica successiva resta affidata al tribunale competente in relazione al centro degli interessi principali, che procede d'ufficio oppure su ricorso dei commissari liquidatori (se la procedura in corso è la liquidazione coatta amministrativa), dei commissari speciali (se è pendente la risoluzione) o del pubblico ministero.

⁸ Osserva C. BAVETTA, *L'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza*, in *Le procedure concorsuali. Procedure minori. Trattato Ragusa Maggiore-Costa*, Padova, 2001, 594-595, che la dichiarazione di insolvenza trasforma la procedura da meramente "concorsuale" in "concorsuale insolvente". In linea analoga, Cass. civ., Sez. I, 21 luglio 1978, n. 3615, in *Banca borsa tit. cred.*, 1979, II, 323, quando riconosce che l'accertamento successivo «convert[e] un'attività puramente liquidatoria in una vera e propria procedura esecutiva concorsuale». Un effetto ulteriore rispetto a quelli già esposti viene indicato da App. Milano, 27 dicembre 1985, in *Dir. fall.*, 1986, II, 825, nella necessità della procedura liquidatoria o dell'intervento di risoluzione, che in caso di accertamento preventivo devono avviarsi e in caso di accertamento successivo non possono più interrompersi per iniziativa dell'autorità governativa nell'esercizio del proprio potere discrezionale; l'affermazione non è priva di implicazioni pratiche: nella specifica decisione giustifica l'interesse ad agire contro la dichiarazione di insolvenza a prescindere dall'impugnazione dell'atto amministrativo strumentale all'avvio della procedura.

d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 assimilano tale dichiarazione all'apertura della liquidazione giudiziale per la punizione dei reati fallimentari⁹.

A dispetto delle specificità appena riassunte, l'orientamento condiviso da giurisprudenza¹⁰ e dottrina¹¹ estende a quella bancaria la

⁹ Proprio la rilevanza penalistica dell'accertamento giustifica l'attribuzione della qualità di parte processuale ai componenti dell'organo amministrativo secondo l'impostazione condivisa da Cass. civ., Sez. I, 27 dicembre 2023, n. 35959, in *Fall.*, 2024, 945, con nota di L. ANDRETTO, *L'insolvenza bancaria e il contraddittorio per il suo accertamento*.

¹⁰ Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, in *Giust. civ.*, 1989, II, 1619, con nota di L. PANZANI, *Insolvenza, banca e liquidazione coatta amministrativa*; Cass. civ., Sez. I, 21 aprile 2006, n. 9408, in *Fall.*, 2006, 1279, con nota di A. BARBIERI, *Accertamento dello stato d'insolvenza dell'impresa bancaria*; Cass. civ., Sez. I, 18 agosto 2017, n. 20186, in *dirittobancario.it*; Cass. civ., Sez. I, 8 febbraio 2019, n. 3864, in *dejure.it*; Cass. civ., Sez. I, 30 aprile 2018, n. 10383, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, in *Fall.*, 2024, 943, con nota di L. ANDRETTO, *L'insolvenza bancaria e il contraddittorio per il suo accertamento*; Trib. Milano, 26 agosto 1982, in *Fall.*, 1983, 195, con nota di M.P. Severi, *Regolamento di giurisdizione e procedimento camerale per la dichiarazione di fallimento o dello stato di insolvenza*, che muove dalla discutibile premessa dell'equivalenza sostanziale tra dichiarazione di fallimento e accertamento dell'insolvenza nella liquidazione coatta amministrativa bancaria; Trib. Milano, 5 aprile 1984, in *Giur. comm.*, 1985, II, 867, con nota di A. ANTONUCCI, *Questioni in tema d'insolvenza dell'Ambrosiano*; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.; Trib. Napoli, 3 dicembre 1980, in *Fall.*, 1981, 737; Trib. Campobasso, 6 febbraio 1989, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, 547; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, II, 81; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 500; App. Milano, 30 novembre 2012, in *Fall.*, 2013, 241; Trib. Chieti, 19 luglio 2016, in *ilfallimentarista.it*; Trib. Sciacca, 16 febbraio 2016, inedita; Trib. Treviso, 27 giugno 2018, in *Foro it.*, 2018, I, 3279, con commento di M. FABIANI; App. Venezia, 18 dicembre 2019, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 256, con nota di C. CANALE, *L'accertamento dell'insolvenza delle banche alla luce della (nuova) disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie: ritorno alla tradizione tramite l'innovazione*.

¹¹ L. PANZANI, *Insolvenza, banca e liquidazione coatta amministrativa*, in *Giust. civ.*, 1989, II, 1645; F. GALGANO, *Sull'insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa*, in *Riv. dir. impr.*, 1989, 234 ss.; S. FORTUNATO, *La liquidazione coatta delle banche dopo il testo unico: lineamenti generali e finalità*, cit., 772; A. NIGRO, *La disciplina delle crisi bancarie: la liquidazione coatta amministrativa*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 153; S. CAPPIELLO, *Lo stato di insolvenza dell'impresa in rapporto alla specificità dell'attività bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, II, 113; G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza*

nozione comune di insolvenza, posta un tempo dall'art. 5, comma 2, l. fall. ed ora dall'art. 2, lett. b, c.c.i.¹².

2. *Cristallizzazione del contesto rilevante per l'accertamento successivo*

Nonostante l'assorbimento di quella bancaria nella comune nozione di insolvenza, problemi specifici si pongono soprattutto per l'accertamento successivo.

La questione principale riguarda la rilevanza delle vicende conseguenti proprio alla sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa o a risoluzione¹³. Non si può escludere che l'incapacità

delle banche, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 4 ss.; R. CERCONE, *L'insolvenza delle banche tra nuove questioni processuali e consolidati indirizzi di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, 328; A. CARDUCCI ARTENISIO, *L'accertamento giudiziale dell'insolvenza di banca in liquidazione coatta amministrativa: i criteri*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 513-514, che ipotizza nozioni distinte, ma poi configura quella bancaria negli stessi termini dell'insolvenza di diritto comune; D. GALLETTI, *L'insolvenza transfrontaliera nel settore bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, 556; A. BARBIERI, *Accertamento dello stato d'insolvenza dell'impresa bancaria*, in *Fall.*, 2006, 1283; A. MELUCCO, *Avvio del procedimento*, in L. GHIA-C. PICCININNI-F. SEVERINI (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, 5, Torino, 2011, 617-618; C. CANALE, *L'accertamento dell'insolvenza delle banche alla luce della (nuova) disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie: ritorno alla tradizione tramite l'innovazione*, cit., 285; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 432 ss.; L. ANDRETTO, *L'insolvenza bancaria e il contraddittorio per il suo accertamento*, in *Fall.*, 2024, 950.

¹² L'opinione è coerente a quelle diffuse già nel vigore della legge bancaria del 1936, che in linea con il lessico del codice di commercio faceva riferimento negli artt. 68 e 69 alla «cessazione dei pagamenti». Per un cenno all'impostazione di tali discipline, S. BONFATTI-G. FALCONE, *Sub art. 82*, in F. BELL-G. CONTENTO-A. PATRONI GRIFFI-M. PORZIO-V. SANTORO (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, II, Bologna, 2003, 1345.

¹³ Il problema cronologico non si pone per l'accertamento preventivo. È ancora condivisibile l'osservazione di Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit., secondo cui «nell'ipotesi che l'accertamento giudiziario [...] sia anteriore alla liquidazione coatta, il Tribunale provvede alla dichiarazione richiesta se l'impresa debitrice si trova in stato di insolvenza al momento della decisione, anche se i pieni effetti di tale accertamento vengono posticipati e condizionati all'effettiva pronuncia, da parte dell'autorità amministrativa competente, del provvedimento di liquidazione».

di adempiere si manifesti solo nelle more o addirittura per effetto di tali interventi¹⁴.

La disciplina in vigore esclude la rilevanza dell'insolvenza sopravvenuta.

Prevede l'art. 36, comma 1, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 che l'accertamento successivo è consentito «se l'ente sottoposto a risoluzione si trova in stato di insolvenza *alla data di adozione del provvedimento di avvio della risoluzione*» e che «si applica l'articolo 82, comma 2, del Testo Unico Bancario» (*infra*, in questo stesso §). Il comma seguente precisa che «il tribunale accerta lo stato di insolvenza dell'ente sottoposto a risoluzione *avendo riguardo alla situazione esistente al momento dell'avvio della risoluzione*. Le disposizioni del Titolo IX del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza [ossia quelle di diritto penale] trovano applicazione *anche quando lo stato di insolvenza è superato per effetto della risoluzione*». Infine, l'ultimo comma dell'art. 36 fa retroagire all'avvio della risoluzione il decorso del periodo sospetto per l'inefficacia degli atti pregiudizievoli nei confronti dei creditori. La capacità di adempiere va quindi valutata tramite un giudizio retrospettivo, considerando le circostanze presenti all'epoca dell'intervento governativo.

Per la liquidazione coatta amministrativa sono da considerare gli artt. 82, comma 2, TUB e 298, c.c.i. La prima disposizione consente l'accertamento se la banca risulta insolvente «*al momento dell'emanazione del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa*». La seconda prevede l'accertamento postumo «se l'impresa *al tempo in cui è stata ordinata la liquidazione*, si trovava in stato d'insolvenza e questa non è stata preventivamente dichiarata a norma dell'art. 297»¹⁵. Si aggiunge l'art. 299, comma 1, c.c.i., il quale

¹⁴ La questione emerge soprattutto qualora si provveda subito alla dismissione dell'azienda bancaria, allo scopo di evitare l'interruzione dell'esercizio e il deterioramento della condizione patrimoniale e finanziaria: liquidato il principale asset, risulta ricorrente l'insufficienza dell'attivo al soddisfacimento dei creditori. Per l'esame di una vicenda simile, concernente nello specifico l'insolvenza di Banca Marche, V. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, 24.

¹⁵ Una ricaduta ulteriore rispetto all'irrelevanza dell'insolvenza sopravvenuta viene indicata da Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, cit., nella necessità del contraddittorio con gli amministratori della banca, a prescindere dalla sospensione ai sensi dell'art. 200 l. fall. (oggi, art. 303 c.c.i.) delle funzioni di rappresentanza ed

ribadisce la regola dettata per la risoluzione, nel far retroagire gli effetti dell'accertamento rispetto agli atti pregiudizievoli per i creditori all'inizio della procedura¹⁶. A poter essere successivo è il giudizio sull'insolvenza¹⁷; non il contesto rilevante per la decisione, che rimane cristallizzato dall'avvio della liquidazione coatta amministrativa¹⁸.

in linea con il principio secondo cui «si deve far riferimento al soggetto che aveva la rappresentanza legale nel momento al quale si fa risalire la situazione d'insolvenza».

¹⁶ L'omologa previsione dell'art. 203, comma 1, l. fall. viene richiamata per dimostrare l'irrelevanza in sede di accertamento dei fatti posteriori al provvedimento di avvio da B. INZITARI, BRRD, bail in, *risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Giust. civ.*, 2017, 215; Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit.; Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit. È tuttavia possibile che il periodo sospetto non decorra dal momento rilevante per l'accertamento, qualora il relativo controllo si compia nel corso della liquidazione coatta amministrativa consecutiva alla risoluzione; nt. 31.

¹⁷ Per la questione di costituzionalità correlata alla mancata previsione di un termine finale per la dichiarazione di insolvenza, Trib. Cosenza, 28 febbraio 2003, in *Fall.*, 2003, 786, con nota di E. GALANTI, *È incostituzionale la mancanza di un termine per la dichiarazione dello stato di insolvenza delle banche successiva alla liquidazione coatta?*. Contro l'ipotesi dell'incostituzionalità, Corte Cost., 22 luglio 2005, n. 301, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 269, con nota di C.D. DE VITO, *Il dies a quo per la dichiarazione dello stato di insolvenza delle banche*.

¹⁸ In questi termini, A. ANTONUCCI, *Questioni in tema d'insolvenza dell'Ambrosiano*, in *Giur. comm.*, 1985, II, 892; L. PANZANI, *Insolvenza, banca e liquidazione coatta amministrativa*, cit., 1641-1642; A. CARDUCCI ARTENISIO, *L'accertamento giudiziale dell'insolvenza di banca in liquidazione coatta amministrativa: i criteri*, cit., 511-512; E. GALANTI, *È incostituzionale la mancanza di un termine per la dichiarazione dello stato di insolvenza delle banche successiva alla liquidazione coatta?*, in *Fall.*, 2003, 792-793; R. BATTAGLIA, *Liquidazione coatta amministrativa e fallimento*, in *Fallimento e concordato fallimentare*, a cura di A. Jorio, 1, Torino, 2016, 311; D. VATTERMOLI, *I profili generali: struttura, natura, funzioni*, in AA. VV., *La risoluzione bancaria*, in *Dir. banc. fin.*, 2018, I, 664; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 437; Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit.; Cass. civ., Sez. I, 21 aprile 2006, n. 9408, cit.; Cass. civ., Sez. I, 18 agosto 2017, n. 20186, cit.; Cass. civ., Sez. I, 8 febbraio 2019, n. 3864, cit., che precisa la rilevanza anche di fatti emersi successivamente, purché relativi ad un'insolvenza presente già all'avvio della liquidazione coatta amministrativa; Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, cit.; Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, cit.; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, cit.; Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit.

3. Perdita della continuità e stravolgimento del criterio di giudizio: l'accertamento successivo all'apertura della liquidazione coatta amministrativa

Un'autorevole corrente di pensiero esclude che la cristallizzazione della condizione patrimoniale e finanziaria rilevante per l'accertamento successivo renda pienamente neutrale l'avvio della liquidazione coatta amministrativa. Il decreto di apertura imporrebbe la considerazione non più della condizione della banca in esercizio, bensì dello scenario liquidatorio inaugurato dal provvedimento¹⁹. Il controllo giudiziale dovrebbe perciò trascurare il dato finanziario per concentrarsi su quello patrimoniale: esaurita la vocazione dell'impresa al profitto, la capacità di soddisfare i creditori dovrebbe dipendere dalla congruità del valore di liquidazione dell'azienda bancaria (*rectius*, dell'intero patrimonio in garanzia) rispetto all'estinzione del passivo²⁰. La condizione di incapienza configurerebbe allora il presupposto necessario e sufficiente per la constatazione dell'insolvenza²¹.

¹⁹ Per una simile impostazione, G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 4, secondo il quale «l'avvio della procedura concorsuale apre un nuovo scenario, nel quale non contano più i parametri relativi alla redditività dell'impresa, al suo equilibrio finanziario, alla liquidità di cassa o alla correttezza dei comportamenti, con specifico riguardo alla regolarità dell'attività solutoria, ma conta soltanto la possibilità di soddisfare i creditori con il patrimonio del debitore, senza ricomprendervi le risorse ascrivibili ad eventuali interventi esterni»; S. BONFATTI-G. FALCONE, *Sub art. 82*, cit., 1349. Le ricadute concrete di quest'orientamento sono dimostrate dalla giurisprudenza ad esso coerente: Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit.; Trib. Vicenza, 9 gennaio 2019, in *Fall.*, 2019, 225, con nota di G. FALCONE, *"Stato di dissesto" e "insolvenza" nella liquidazione coatta amministrativa delle banche*; App. Venezia, 18 dicembre 2019, cit.

²⁰ Circa i parametri per la valutazione dell'attivo, Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit., ipotizza la necessaria rilevanza del valore di scambio dei singoli cespiti. Contro questa tesi, nel reputare irrealistico il trasferimento separato di ciascun bene, V.D. GESMUNDO, *L'insolvenza bancaria al tempo dell'Unione*, cit., 1225-1226. Più in generale, sull'insussistenza di un vincolo diretto alla frammentazione delle operazioni di liquidazione, L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 436; R. COSTI, *Le trasformazioni dell'ordinamento bancario*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 193.

²¹ L'accertamento sarebbe da condurre secondo le modalità consuete per le imprese inattive. Per la corrispondenza tra deficit patrimoniale e insolvenza nel sindacato sulla condizione degli enti in liquidazione, tra tante pronunce, Cass. civ., Sez. I, 10 aprile 1996, n. 3321, in *Fall.*, 1996, 1175; Cass. civ., Sez. I, 6 settembre

Contro la rilevanza esclusiva del profilo patrimoniale orienta la disciplina della liquidazione coatta amministrativa²². Benché tenda all'estinzione dell'ente, la procedura non implica l'interruzione immediata dell'esercizio, che può proseguire anche in vista del «miglior realizzo dell'attivo» (art. 90, comma 3, TUB)²³. Soprattutto, la regola che afferma la rilevanza della condizione della banca all'avvio della procedura tende ad allineare l'accertamento successivo a quello preventivo, in modo da rendere pienamente neutrale l'esercizio del potere da parte dell'autorità governativa. La cristallizzazione del contesto esclude allora la considerazione di ogni avvenimento successivo al decreto di apertura, tra cui rientrano sia gli atti già compiuti sia quelli meramente prevedibili nello svolgimento della procedura²⁴. A ragionare diversamente si rischia un paradosso:

2006, n. 19141, in *Foro it.*, 2007, I, 1531, con nota di M. FABIANI, *La transizione dall'opposizione al fallimento all'appello contro la sentenza dichiarativa e le acquisizioni probatorie*; Cass. civ., Sez. I, 7 dicembre 2016, n. 25167, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 10 dicembre 2020, n. 28193, in *dirittobancario.it*. Per l'orientamento che tende invece a ridimensionare la rilevanza dello squilibrio patrimoniale nei confronti di società in liquidazione, L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, 151-152; F. PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi d'impresa*, Milano, 2017, 231-232; C. LIMATOLA, *Stato di insolvenza e gestione delle società di capitali in liquidazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, II, 104 ss.; App. Napoli, 2 maggio 2019, in *Giur. comm.*, 2019, II, 616, con nota di N. ROCCO DI TORREPADULA, *Ancora sull'inutilizzabilità per la società in liquidazione della c.d. insolvenza statica*.

²² Apertamente contro la rilevanza esclusiva del dato patrimoniale nell'accertamento successivo all'instaurazione della procedura di liquidazione V.D. GESMUNDO, *L'insolvenza bancaria al tempo dell'Unione*, cit., 1224-1225 G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 437.

²³ In linea analoga, C. CANALE, *L'accertamento dell'insolvenza delle banche alla luce della (nuova) disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie: ritorno alla tradizione tramite l'innovazione*, cit., 284. Più in generale, per la considerazione che l'avvio della liquidazione coatta amministrativa non impone l'interruzione dell'impresa, evitata infatti nella procedura aperta nei confronti di Veneto Banca e della Banca Popolare di Vicenza, L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, cit., 436.

²⁴ Riconosciuta dallo stesso G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 6, l'irrelevanza degli atti già compiuti nel corso della procedura dimostra il contenuto comunque astratto del giudizio, attestato dalla possibile rilevanza del valore di scambio di beni non più presenti nell'attivo e dalla contestuale irrilevanza del corrispettivo effettivamente percepito.

l'irrelevanza, per via della retrodatazione, dei fatti già intervenuti durante la procedura; la contestuale idoneità della liquidazione meramente prevedibile allo stravolgimento dei criteri per l'accertamento della condizione di insolvenza²⁵.

4. Rilevanza e problemi dell'insolvenza "provocata" dalla risoluzione: l'accertamento nella liquidazione coatta amministrativa consecutiva

La disciplina in vigore riconosce l'irrelevanza dei fatti posteriori all'inizio della liquidazione coatta amministrativa e della risoluzione bancaria tuttora in corso, senza regole specifiche per l'eventuale consecuzione tra tali interventi. Il problema dell'insolvenza sopravvenuta si pone se alla risoluzione fa seguito la procedura liquidatoria. Una simile consecuzione è imposta dall'art. 38, comma 3, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, ogni qual volta il primo intervento si concluda lasciando attività o passività residue nel patrimonio della banca; almeno qualora il provvedimento di chiusura dipenda dal trasferimento dell'azienda bancaria senza l'estinzione integrale del passivo, è prevedibile la mancanza di risorse sufficienti al soddisfacimento dei debiti ancora pendenti. La questione attraversa le decisioni pronunciate in merito al dissesto della Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio. Interrogati sulla sussistenza dello stato di insolvenza nel corso della liquidazione coatta amministrativa *post*-risoluzione, i giudici di primo e secondo grado concordano sulla mancanza di norme utili a retrodatare l'accertamento al più remoto tra

²⁵ L'ostacolo è superato da G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 6-7, con la distinzione tra i fatti, reputati irrilevanti, e la variazione del contesto, giudicata invece rilevante: «si deve tenere conto del mutamento di prospettiva provocato dalla cessazione dell'attività d'impresa, ma non si debbono prendere in considerazione i risultati economici realmente conseguiti attraverso la vendita dell'azienda o dei singoli beni aziendali. Questa distinzione [...] si spiega, perché, mentre per un verso non si può trascurare che i presupposti sostanziali della liquidazione coatta [...] dovevano già sussistere, quando è stata avviata la procedura, per altro verso sarebbe ingiusto imputare alla banca gli errori eventualmente commessi nella liquidazione dell'attivo».

gli interventi in successione²⁶. A questa posizione si contrappone quella espressa da un'altra parte della giurisprudenza e della dottrina²⁷.

La preferenza per l'impostazione affermata nelle decisioni appena riportate dipende dalle regole che governano il giudizio sull'insolvenza nella liquidazione coatta amministrativa, e in particolare da quelle poste dagli artt. 82 TUB, 298 e 299 c.c.i. (*retro*, § 2). Le norme elencate concordano sulla rilevanza del contesto presente all'inizio della procedura ancora pendente quando interviene l'accertamento, senza consentire l'ulteriore anticipazione delle valutazioni da compiere all'avvio del primo tra gli interventi in sequenza. Perciò i risultati degli atti compiuti nel corso della risoluzione restano irrilevanti se la verifica interviene nelle more di tale intervento, mentre incidono sull'accertamento da compiere nella procedura consecutiva di liquidazione coatta amministrativa²⁸. Benché sia conforme al sistema vigente, la conclusione fa prevedere ricadute distorsive se si considera la funzione della dichiarazione di insolvenza nel settore bancario²⁹: la repressione di eventuali illeciti e l'inefficacia di atti precedentemente compiuti finiscono per dipendere dalle decisioni assunte dall'autorità governativa nel corso della risoluzione³⁰; cioè da vicende indipendenti

²⁶ Trib. Arezzo, 8-11 febbraio 2016, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, II, 70, con nota di D. Rossano, *Il salvataggio della BPEL e l'accertamento dello stato di insolvenza alla luce della nuova normativa in materia di crisi bancarie*; App. Firenze, 6 maggio 2016, *ivi*.

²⁷ G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 523; B. ARMELI, *Dichiarazione di insolvenza di una banca: prime applicazioni*, in *ilfallimentarista.it*, 5; E. RULLI, *Sub art. 82*, in F. CAPRIGLIONE (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2, 4° ed., Padova, 2018, 1155; Trib. Chieti, 19 luglio 2016, *cit.*, secondo cui l'insolvenza non andrebbe dichiarata se insussistente all'avvio sia della liquidazione coatta amministrativa sia del precedente intervento di risoluzione.

²⁸ Logica conseguenza è la rilevanza esclusiva del dato patrimoniale nell'accertamento successivo al trasferimento dell'azienda bancaria, ipotizzata già da G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, *cit.*, 437, ed inevitabile in seguito all'intervento di un fatto materialmente inconciliabile alla prosecuzione dell'attività.

²⁹ In linea analoga, G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, *cit.*, 523.

³⁰ Più in generale, sull'imprevedibilità delle scelte rimesse alla discrezionalità amministrativa nella gestione delle crisi bancarie, G. PRESTI, *Tutte le banche sane si somigliano. Ogni banca in crisi è regolata a modo suo*, in P. MONTALENTI-M. NOTARI

tanto dal disvalore delle condotte individuali quanto dalla dannosità per i creditori degli atti posti in essere dagli organi della banca³¹.

5. *Accertamento contestuale e successivo all'amministrazione straordinaria*

Questioni differenti si pongono per l'accertamento posteriore all'avvio dell'amministrazione straordinaria³².

Si distinguono due scenari.

Se la verifica si svolge quando l'amministrazione straordinaria è pendente, rileva la condizione della banca al momento del controllo giudiziale³³. La conclusione è imposta dalla mancanza della norma necessaria per dare rilevanza a circostanze anteriori, la quale urterebbe contro la necessità di verificare la persistente idoneità della procedura in corso alla realizzazione dei propri scopi. È perciò possibile che l'insolvenza intervenga e sia accertata in seguito all'avvio dell'amministrazione straordinaria, anche in conseguenza di atti compiuti dai suoi organi³⁴.

(a cura di), *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, Milano, 2018, 256; M. ARRIGONI, *Verso la fine del Bail-in? Una critica al regime europeo di gestione delle crisi bancarie*, in *Banca imp. soc.*, 2021, 62 ss.; M. CLARICH, *Presupposti per la risoluzione e interesse pubblico*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 3 ss.

³¹ Gli inconvenienti sono attenuati dall'art. 38, comma 3, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180. Al fine di evitare che la consecuzione di procedure finisca per consolidare gli effetti di atti pregiudizievoli, la disposizione stabilisce che il calcolo a ritroso per la determinazione del periodo sospetto decorre dall'efficacia del provvedimento introduttivo della risoluzione anche se a quest'intervento segue la sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa.

³² Non si configura un accertamento successivo in senso tecnico, poiché la constatazione dell'insolvenza rileva non tanto per l'applicazione di regole altrimenti irrilevanti, ma per la sostituzione della procedura in corso con la liquidazione coatta o la risoluzione bancaria; in questi termini, G. BOCCUZZI, *Sub art. 82 TUB*, F. CAPRIGLIONE (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2, 3° ed., Padova, 2012, 1014; E. RULLI, *Sub art. 82*, cit., 1140.

³³ Sembra perciò da condividere l'affermazione di G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 17-18, secondo cui «non si può escludere che proprio il piano di risanamento elaborato dai commissari straordinari ed avallato dall'Organo di vigilanza possa costituire il presupposto per fare escludere l'esistenza di uno stato di dissesto attuale e conclamato».

³⁴ In questa direzione, A. ANTONUCCI, *Questioni in tema d'insolvenza dell'Ambrosiano*, cit., 892-893, il quale dimostra l'indifferenza del momento da

Se l'accertamento interviene successivamente alla chiusura dell'amministrazione straordinaria, quando la liquidazione coatta o la risoluzione risultano già pendenti, sono da confermare le osservazioni svolte per la verifica in pendenza di tali interventi (§ 2). Resta ferma la cristallizzazione del contesto all'inizio dell'intervento in corso, senza che rilevi il venire meno della normale operatività dell'impresa precedentemente all'avvio della procedura di liquidazione o alla messa in risoluzione della banca³⁵.

6. *Correttivi alla nozione generale: la rilevanza dell'incapacità reversibile*

Speculare a quello dell'insolvenza sopravvenuta nel corso della liquidazione coatta amministrativa o della risoluzione è il problema che attiene all'idoneità di questi rimedi alla negazione dello stato di insolvenza. Almeno in astratto, il controllo giudiziale potrebbe dare esito negativo in previsione del ritorno *in bonis* oppure, se si pensa alla verifica successiva, in ragione di una solvibilità già ripristinata.

considerare al venire meno delle ordinarie condizioni di operatività dell'impresa, reputando perciò irrilevante la sottoposizione all'amministrazione straordinaria prima della liquidazione coatta e così pure il trasferimento della gestione agli organi della procedura. In senso più generale, per l'imputabilità all'imprenditore degli atti compiuti durante la gestione coattiva dell'impresa, G.C.M. RIVOLTA, *Per una riflessione sistematica sulle gestioni coattive dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 28 ss. Diversamente, nel desumere un principio di irrilevanza degli atti realizzati dagli organi di una simile gestione dalle norme che dispongono la retrodatazione del momento rilevante per l'insolvenza, A. BARBIERI, *Accertamento dello stato d'insolvenza dell'impresa bancaria*, cit., 1282; A. MELUCCO, *Avvio del procedimento*, cit., 618; L. PANZANI, *Insolvenza, banca e liquidazione coatta amministrativa*, cit., 1642; Cass. civ., Sez. I, 21 aprile 2006, n. 9408, cit.; Cass. civ., Sez. I, 27 gennaio 2014, n. 1645, in *Giur. comm.*, 2014, II, 849, con nota di V. OCCORSIO, *Per una ricostruzione della nozione di insolvenza delle imprese di assicurazione*, relativa al settore assicurativo ma incentrata su argomenti ugualmente spendibili in ambito bancario; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit.; App. Milano, 30 novembre 2012, cit.

³⁵ A. ANTONUCCI, *Questioni in tema d'insolvenza dell'Ambrosiano*, cit., 892-893; A. CARDUCCI ARTENISIO, *L'accertamento giudiziale dell'insolvenza di banca in liquidazione coatta amministrativa: i criteri*, cit., 511-512; Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, cit.; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, cit.

La questione è al centro della risalente vicenda del Banco Ambrosiano³⁶, gestita tramite la programmazione nel corso dell'amministrazione straordinaria di atti prodromici al trasferimento di attività e passività a una società di nuova costituzione, da formalizzare subito dopo l'apertura della liquidazione coatta su impulso dell'autorità governativa³⁷. Più in generale, il problema della solvibilità sopravvenuta si ripropone ogni qual volta l'insolvenza risulti superabile per effetto di atti già realizzati o anche solo per via delle iniziative prevedibili nel corso della procedura liquidatoria o dell'intervento di risoluzione. In particolare, qualora possa pronosticarsi il ritorno *in bonis* grazie all'intervento di fondi costituiti contro i dissesti bancari³⁸,

³⁶ La narrazione dei fatti rilevanti si legge in L. PANZANI, *Insolvenza, banca e liquidazione coatta amministrativa*, cit., 1640-1641, oltre che nelle decisioni concernenti il dissesto di tale istituto: Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.; Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit.

³⁷ In merito alla risalente prassi di far seguire all'amministrazione straordinaria una liquidazione coatta amministrativa orientata non alla dismissione, bensì alla conservazione dell'impresa in esercizio, U. BELVISO, *La liquidazione coatta amministrativa e il caso Banco Napoli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 6 ss. In polemica contro tale prassi, Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit., nel sostenere che «una procedura di liquidazione non può essere conservativa, anche se nell'ambito di essa - anziché disperdere gli elementi dell'azienda in crisi e disintegrarla - l'azienda venga conservata, trasferendola ad altro imprenditore».

³⁸ Vengono in rilievo le iniziative dei fondi costituiti a livello nazionale e comunitario, inclusi quelli di risoluzione istituiti presso la Banca d'Italia ai sensi dell'art. 78, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180. L'idoneità dei loro interventi all'esclusione dell'insolvenza è implicita nel ragionamento svolto da Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, cit. In direzione opposta orientano le decisioni contrarie alla rilevanza di apporti giustificati non da una logica di investimento ma di salvaguardia del sistema economico: Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit.; Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit., concernenti proprio la vicenda del Banco Ambrosiano; Trib. Napoli, 3 dicembre 1980, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.; T.A.R. Lazio, 26 aprile 2004, n. 3528, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 221, con commento di E. Galanti; Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit. Contro le affermazioni svolte in queste pronunce indirizza l'impostazione che riferisce la regolarità pretesa dall'art. 5, comma 2, l. fall. ed ora dall'art. 2, lett. b, c.c.i. all'attività solutoria e non alla provenienza - endogena oppure esogena - delle risorse ad essa strumentali: G. FERRI JR., *Il presupposto oggettivo del fallimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 770-771; ID., *Lo stato d'insolvenza*, in *Riv. not.*, 2015, I, 1155-1156; D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, 2006, 175 e 188 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi*

immaginabile soprattutto qualora i loro apporti non determinino un credito di regresso nei confronti della banca³⁹; ancora, qualora sia prevedibile il ricorso al *bail in* nella risoluzione bancaria⁴⁰, idoneo alla ricapitalizzazione della banca⁴¹ e al suo ritorno *in bonis*⁴².

d'impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza, cit., 125 ss.; F. PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, cit., 115; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 397.

³⁹ Rileva Cass. civ., Sez. I, 21 luglio 1978, 3615, cit., che l'insolvenza non viene meno se si ipotizzano l'estinzione diretta del passivo da parte di un terzo e la costituzione di un credito di regresso verso la banca. Diverse conclusioni suggeriscono le iniziative che - come la sottoscrizione diretta di partecipazioni ai sensi dell'art. 13, comma 2, d.l. 23 dicembre 2016, n. 237 - non provocano la sostituzione di un creditore ad altri ma l'incremento del patrimonio netto.

⁴⁰ Le condizioni per il *bail in* richiedono valutazioni sottratte al tribunale competente per l'accertamento dell'insolvenza. Pur dovendo sentire quella governativa, l'autorità giudiziaria non dispone degli strumenti per pronosticare le decisioni che saranno assunte e prevedere le loro ricadute sulla reversibilità della condizione critica. Prossimo a quello appena richiamato è il tema relativo alla rilevanza probatoria per il sindacato giudiziale sull'insolvenza degli atti compiuti dalla Banca d'Italia o dagli organi di un intervento già in corso, sul quale: R. CERCONE, *L'insolvenza delle banche tra nuove questioni processuali e consolidati indirizzi di merito*, cit., 324; G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 11; A. CARDUCCI ARTENISIO, *L'accertamento giudiziale dell'insolvenza di banca in liquidazione coatta amministrativa: i criteri*, cit., 518-519; A. BARBIERI, *Accertamento dello stato d'insolvenza dell'impresa bancaria*, cit., 1284; B. ARMELI, *Dichiarazione di insolvenza di una banca: prime applicazioni*, cit., 7; E. RULLI, *Sub art. 82*, cit., 1142-1143; Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, cit.; Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, cit.; Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, cit.; Trib. Benevento, 7 dicembre 1995, in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, 163; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, cit.; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, cit.; Trib. Chieti, 19 luglio 2016, cit.

⁴¹ In linea generale, sull'idoneità della ricapitalizzazione almeno al riequilibrio patrimoniale, D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, cit., 188 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, cit., 127; F. PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi d'impresa*, cit., 226; Cass. civ., Sez. I, 9 marzo 2004, n. 4727, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 1148; Cass. civ., Sez. I, 1° dicembre 2005, n. 26217, in *Fall.*, 2006, 965; Trib. Campobasso, 6 febbraio 1989, cit., riguardante proprio l'aumento di capitale di un istituto di credito mediante apporti dei soci; App. Torino, 12 giugno 2012, in *Fall.*, 2013, 727, con nota di M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*.

⁴² A giudizio di P. DE GIOIA CARABELLESE, *Insolvenza e strumenti di risoluzione bancaria: convergenze e parallelismi*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 359, «la BRRD è stata accorta nel congegnare uno strumento di risoluzione (in particolare, il *bail-in*), che

Contro la rilevanza della solvibilità sopravvenuta - anche solo prevedibile - restano attuali le considerazioni svolte dalla giurisprudenza in merito al ritorno *in bonis* del Banco Ambrosiano. Le relative decisioni svolgono due premesse⁴³. La meno convincente muove dalla necessità della procedura liquidatoria per il perfezionamento dell'operazione programmata nel corso dell'amministrazione straordinaria. A pregiudicare la capacità persuasiva dell'argomento sono le regole che consentono l'avvio della liquidazione coatta amministrativa a prescindere dall'insolvenza, in modo da escludere un'implicazione necessaria tra il suo accertamento e lo svolgimento della procedura utile al compimento dell'operazione⁴⁴. Più solido è l'argomento che sottolinea l'irrilevanza dei fatti realizzati o prevedibili successivamente all'avvio della liquidazione coatta amministrativa, desumibile dalla retrodatazione dell'accertamento e indifferente alla configurazione di conseguenze favorevoli o negative per la solvibilità della banca⁴⁵.

La tenuta di queste conclusioni trova conferma nel regime dedicato alla risoluzione dall'art. 36, comma 2, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, che orienta contro la rilevanza dei fatti intervenuti nel corso della risoluzione e capaci di provocare il ritorno *in bonis*. Quest'unica disposizione stabilisce due regole. La prima fissa la condizione rilevante per l'accertamento dell'insolvenza all'avvio dell'intervento. La seconda precisa che la punibilità per i reati fallimentari non viene

presenta un ossimoro: presuppone necessariamente [...] che non ricorra l'insolvenza (in quanto in tal caso vi sarebbe la normale liquidazione dell'ente creditizio), ma, nel contempo, assume che l'insolvenza sia evitata (*sine die*), con sacrificio dei diritti di soci e/o creditori».

⁴³ Cass. civ., Sez. I, 17 marzo 1989, n. 1321, cit.; Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit. Contro la rilevanza della solvibilità sopravvenuta, più di recente, App. Milano, 30 novembre 2012, cit.; Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit.

⁴⁴ Proprio la vicenda del Banco Ambrosiano ricorda l'esperibilità della procedura a prescindere dalla constatazione dell'incapacità di adempiere. Non persuade perciò la tesi di un nesso di implicazione necessaria tra insolvenza e avvio della liquidazione controllata strumentale al completamento dell'operazione di ristrutturazione, potendosi questa perfezionare anche nella procedura avviata per una ragione indipendente dall'insolvenza.

⁴⁵ L'equivalenza tra effetti positivi e negativi, ugualmente indifferenti se posteriori al momento rilevante per l'accertamento, viene sottolineata da Trib. Milano, 26 agosto 1982, cit.; V. D. GESMUNDO, *L'insolvenza bancaria al tempo dell'Unione*, cit., 1223.

meno se tale condizione è superata per effetto proprio della risoluzione. Le due norme presentano un contenuto disomogeneo: una riguarda il contesto rilevante per l'accertamento; l'altra, il regime applicabile, che resta quello penalistico dell'insolvenza anche se questa viene rimossa in seguito all'intervento di risoluzione. L'inclusione in un'unica disposizione si spiega con la logica comune alle due regole. Entrambe postulano l'irrelevanza dei fatti successivi all'avvio della risoluzione, sia già intervenuti sia meramente prevedibili. Si configura una disciplina coerente alla limitata funzione dell'insolvenza bancaria: poiché l'ingerenza nell'attività dell'istituto di credito prescinde dalla sua insolvenza, non sussistono quelle esigenze di protezione del debitore che possono giustificare l'esclusiva rilevanza dell'incapacità solutoria irreversibile⁴⁶; al contrario, nella remota ipotesi che tale ingerenza possa dipendere proprio dall'insolvenza - e cioè nello scenario del suo accertamento preventivo⁴⁷ - non sarebbe la prospettiva del ritorno *in bonis* ad evitare i pericoli che giustificano la risoluzione o la sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa⁴⁸.

⁴⁶ Sull'esigenza dell'incapacità irreversibile per la configurazione dell'insolvenza in base alla legge fallimentare ed ora al codice della crisi, *ex multis*, U. MORELLO, *Operazioni di salvataggio e nozione di insolvenza: un problema da rimeditare*, in *Corr. giur.*, 1989, 768; G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 5; A. BARBIERI, *Accertamento dello stato d'insolvenza dell'impresa bancaria*, cit., 1282-1283; Cass. civ., Sez. I, 21 novembre 1986, n. 6856, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 14 aprile 1992, n. 4550, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 28 marzo 2001, n. 4455, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 27 marzo 2014 n. 7252, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. VI, 16 settembre 2015, n. 18192; Cass. civ., Sez. I, 6 febbraio 2018, n. 2810, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 11 marzo 2019, n. 6978, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. VI, 20 gennaio 2020, n. 1069, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, cit.; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, cit.; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, cit.; Trib. Arezzo, 8-11 febbraio 2016, cit.; App. Napoli, 2 maggio 2019, cit.; Trib. Benevento, 18 dicembre 2019, in *Giur. comm.*, 2020, II, 1468, con nota di A. JORIO, *Sulle nozioni di crisi e di insolvenza prospettica*.

⁴⁷ Sulla scarsa ricorrenza statistica dell'accertamento preventivo dell'insolvenza, spiegabile con la rilevanza di presupposti ulteriori e generalmente preliminari rispetto all'incapacità di adempiere, G. BOCCUZZI, *Sub art. 82 TUB*, cit., 1014; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 401 e 435.

⁴⁸ Per il rilievo che l'incapacità transitoria, normalmente tollerabile per altre imprese, produce pericoli inaccettabili se riguarda un istituto di credito, G. BERIONNE, *Sub art. 63 l.b.*, in F. CAPRIGLIONE-V. MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato*

7. Segue: *la rilevanza dell'insufficienza patrimoniale notevole, evidente e non transitoria*

Dall'assimilazione di quella bancaria alla comune insolvenza dovrebbe dipendere la rilevanza esclusiva dell'incapacità di adempiere percepibile dall'esterno⁴⁹, pretesa in passato dall'art. 5, comma 2, l. fall.⁵⁰ ed ora con maggiore chiarezza dall'art. 2, lett. b, c.c.i., il quale

della banca, Milano, 1990, I, 745; G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 17.

⁴⁹ Giustificata dalle opinioni che riconoscono la rilevanza della nozione comune in ambito bancario (nt. 10 e nt. 11), la conclusione è accolta da Trib. Benevento, 7 dicembre 1995, cit., che reputa imprescindibile l'esteriorizzazione dell'insolvenza e tuttavia dichiara sufficiente il deposito della contabilità rivelatrice dell'incapienza patrimoniale della banca. Per la necessità che la condizione di incapacità risulti percepibile dall'esterno, anche F. GALGANO, *Sull'insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa*, cit., 237-238. Nonostante il teorico riconoscimento di tale esigenza, G. BOCCUZZI, *Sub art. 82 TUB*, cit., 1020, osserva che «nell'esperienza storica delle insolvenze bancarie italiane, lo stato di insolvenza è stato in massima parte dichiarato in assenza di inadempimenti o di manifestazioni esteriori»; per la medesima constatazione, E. SABATELLI, *Sub art. 82*, in C. COSTA (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2, Torino, 2023, 821.

⁵⁰ Così F. GALGANO, *Sull'insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa*, cit., 234; ID., *Dichiarazione di fallimento e argomenti di prova dell'insolvenza*, in *Contr. imp.*, 2011, 4; R. CERCONE, *L'insolvenza delle banche tra nuove questioni processuali e consolidati indirizzi di merito*, cit., 328; M. BIONE, *Della dichiarazione di fallimento*, in *Commentario Scialoja-Branca alla legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1974, 206 ss.; A. NIGRO, *Sub art. 5*, in A. NIGRO-M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, 1, Torino, 2011, 62-63; ID., *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, cit., 220, nel riconoscere che «lo stato di insolvenza [...] non rileva ex se, ma solo in quanto si esteriorizzi»; L. MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Napoli, 2012, 119 ss.; F. DI SABATO, *Stato di insolvenza e analisi di bilancio*, in *Riv. dir. imp.*, 200, II, 108; G. FERRI JR., *Il presupposto oggettivo del fallimento*, cit., 769 ss.; ID., *Lo stato d'insolvenza*, cit., 1178 ss.; AND. DALMARTELLO-R. SACCHI-D. SEMEGHINI, *I presupposti del fallimento*, in A. JORIO (a cura di), *Fallimento e concordato fallimentare*, 1, Torino, 2016, 273 ss. Diversamente, a partire dalla premessa che individua nell'art. 5, comma 2, l. fall. non la definizione dello stato di insolvenza ma la descrizione della sua espressione più frequente G. TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza. Per una concezione formale del presupposto oggettivo del fallimento*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 86 ss.; ID., *Stato di crisi, stato di insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 562; M. FABIANI, *Diritto fallimentare. Un profilo organico*, Bologna, 2011, 78; A. JORIO, *Fallimento (diritto privato e*

richiama «lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni»⁵¹.

La rilevanza di questa definizione nel contesto bancario si giustifica con la norma generale di rinvio posta dall'art. 80, comma 6, TUB⁵²: «per quanto non espressamente previsto si applicano, se compatibili, le disposizioni del codice della crisi e dell'insolvenza»⁵³. L'estensione di tali regole generali dipende da due condizioni: dalla mancanza di norme settoriali e dalla loro coerenza al sistema bancario⁵⁴. Di riflesso, non basta l'insussistenza di una definizione *ad hoc* per estendere la

processuale), in *Enc. dir., Annali*, III, Milano, 2010, 347; ID., *Le crisi d'impresa. Il fallimento*, in *Trattato Judica-Zatti*, Milano, 2000, 211 ss.; G. CAPO, *Lo stato di insolvenza*, in V. BUONOCORE-A. BASSI (diretto da), *Trattato di diritto fallimentare*, I, Padova, 2010, 180 ss.; E. FRASCAROLI SANTI, *Crisi dell'impresa e soluzioni stragiudiziali*, in *Trattato Galgano di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, XXXVII, Padova, 2005, 165-166; Cass. civ., Sez. I, 7 aprile 1972, n. 1036, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, cit.; Trib. Napoli, 3 dicembre 1980, cit.; App. Milano, 27 dicembre 1985, cit.

⁵¹ La lettera («ai fini del presente codice si intende per “insolvenza”») e la rubrica («definizioni») dell'art. 2, lett. b, c.c.i. chiariscono il contenuto definitorio della previsione, in modo da superare la tesi formulata nel vigore della legge fallimentare e contraria sia al riconoscimento di tale contenuto sia di conseguenza all'esigenza di una incapacità percepibile dall'esterno (v. nt. precedente).

⁵² Il criterio di integrazione delle lacune è coerente alla distribuzione della competenza normativa preannunciata dall'art. 294, comma 1, c.c.i., con la precisazione secondo cui «la liquidazione coatta amministrativa è regolata dalle disposizioni del presente titolo, salvo che le leggi speciali dispongano diversamente».

⁵³ Resta attuale il rilievo di S. FORTUNATO, *La liquidazione coatta delle banche dopo il testo unico: lineamenti generali e finalità*, cit., 763, che «all'interno del t.u. operano due forze di segno opposto, l'una che spinge verso la specialità e l'altra che spinge verso il diritto comune».

⁵⁴ Nel considerare la disciplina dell'art. 80, comma 6, TUB, M. SANDULLI, *La liquidazione coatta delle banche fra diritto comune e diritto speciale: il rinvio alla legge fallimentare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 445-446, riscontra «due tendenze contrastanti: per quanto non espressamente previsto non si può far ricorso ad applicazione estensiva o analogica di principi contenuti nel t.u., ma occorre utilizzare le disposizioni della legge fallimentare. Però, ciò sarà possibile solo se la disciplina della materia non disciplinata dal t.u. sia compatibile con la disciplina della l.c.a. contenuta nella Sezione III del Capo I del Titolo IV [...]. Quindi può dirsi che in sede di verifica della norma da applicare, vada innanzi tutto ricercata nella legge fallimentare [...] la disciplina più compatibile con quella del t.u.; se tale ricerca non ha esito positivo si dovranno applicare principi generali compatibili con il t.u.».

rilevanza della definizione posta dal codice della crisi; occorre anche la compatibilità tra il sistema settoriale e tale definizione dell'insolvenza.

Quest'ultimo requisito pare almeno in parte da escludere.

In linea generale è la diffusione di codici linguistici settoriali⁵⁵ a restringere la portata delle regole definitorie allo specifico ambito di pertinenza⁵⁶. La conferma viene data proprio dall'art. 2, lett. b, c.c.i., nel circoscrivere la nozione di insolvenza «ai fini del presente codice». Soprattutto, mentre la definizione posta dal codice della crisi mette in equilibrio gli interessi contrapposti di debitore e creditori (§ 1), in modo da spiegare con l'autonomia del primo i requisiti dell'irreversibilità e dell'esteriorizzazione; l'insolvenza bancaria rileva per l'applicazione di un ridotto insieme di regole, nell'ambito di rimedi orientati principalmente alla salvaguardia del sistema economico⁵⁷.

⁵⁵ N. IRTI, *Le legge speciali fra teoria e storia*, in *L'età della decodificazione*, 4^o ed., Milano, 1999, 86, il quale conclude che «il 'significato proprio delle parole' va [...] ricostruito all'interno dei singoli codici linguistici: cioè, secondo un nesso di congruenza con la specificità della materia regolata» (corsivi dell'autore).

⁵⁶ Con riguardo alle definizioni normative, G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, 1980, 138-139 e 236-237; V. VELLUZZI, *Interpretazione sistematica e prassi giurisprudenziale*, Torino, 2002, 158 ss., che insiste soprattutto sul canone ermeneutico della costanza semantica.

⁵⁷ Sulle diverse finalità dei due sistemi normativi, T. ARIANI-L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 725; L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit., 327; G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, 1490 ss.; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 612; A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 191-192; D. VATTERMOLI, *I profili generali: struttura, natura, funzioni*, cit., 668; P. DE GIOIA CARABELLESE, *Bail-in, diritti dei creditori e costituzione italiana*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 947-948; T.A.R. Calabria, 7 ottobre 1996, n. 241, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, II, 89. La divergenza tra la disciplina generale della crisi d'impresa e le regole dettate per quelle bancarie viene sottolineata anche da R.M. LASTRA, *Northern Rock, UK bank insolvency and cross-border bank insolvency*, in 9 *Journal of Banking Regulation* 165 (2008), 171, per la quale «corporate insolvency laws typically seek to fulfil two principal objectives: fair and predictable treatment of creditors, and maximisation of assets of the debtor in the interests of creditors. The main goals in a bank insolvency proceeding are, however, the safety and soundness of the financial system at large and the integrity of the payment systems»; E. HÜPKES, *Special bank resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in 17 *Journal of Financial Regulation and Compliance* 277 (2009), 277; EAD., *Insolvency – why a*

L'importazione senza adattamenti della nozione generale implica poi preoccupanti conseguenze. La necessaria esteriorizzazione dell'incapacità di adempiere restringe l'insolvenza bancaria fino quasi a negarle ogni utilità pratica⁵⁸: da un lato, l'assoggettamento dell'impresa alla costante vigilanza dell'autorità governativa rende prevedibile l'attivazione di rimedi idonei all'intercettazione della crisi, sia economica sia di legalità⁵⁹, prima della degenerazione nell'incapacità di adempiere percepibile dall'esterno⁶⁰; dall'altro, la

special regime for banks?, cit., 467-468; L. JANSSEN, *Bail-in from an Insolvency Law Perspective*, in 33 *Journal of International Banking Law and Regulation* 2018, 3.

⁵⁸ È allo scopo di evitare un simile risultato che G. BOCCUZZI, *Sub art. 82 TUB*, cit., 1020, propone l'espansione della nozione di insolvenza bancaria e l'irrelevanza proprio dell'esteriorizzazione della condizione di incapacità.

⁵⁹ Benché riguardi apparentemente altri profili, anche la rilevanza riconosciuta alla violazione delle regole che presiedono allo svolgimento dell'attività bancaria assume una funzione di prevenzione dell'insolvenza, correlata al postulato secondo cui la sussistenza di irregolarità risulta sintomatica di una gestione economicamente inefficiente: A. JORIO, *Le procedure concorsuali tra tutela del credito e salvaguardia dei complessi produttivi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 510; A. NIGRO, *Sub art. 70*, in F. BELLIG. CONTENTO-A. PATRONI GRIFFI-M. PORZIO-V. SANTORO (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993*, n. 385, I, Bologna, 2003, 1144; G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, cit., 529; B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, cit., 206; E. RULLI, *Sub art. 82*, cit., 1151-1152; B. CAMPAGNA, *La particolare rilevanza indiziaria del deficit patrimoniale nella determinazione dell'irreversibilità della crisi dell'impresa bancaria*, in *dirittobancario.it*, 8; E. HÜPKES, *Insolvency – why a special regime for banks?*, cit., 462. Per una diversa impostazione, Trib. Napoli, 3 dicembre 1980, cit., nel reputare del tutto irrilevante la sussistenza di irregolarità gestorie per il controllo sulla solvibilità attuale e prospettica della banca.

⁶⁰ In senso analogo, S. CAPIELLO, *Lo stato di insolvenza dell'impresa in rapporto alla specificità dell'attività bancaria*, cit., 112, il quale osserva: in relazione all'accertamento preventivo, che ad attendere l'esteriorizzazione dell'incapacità di adempiere «il giudizio in questione si rivelerebbe uno strumento di tutela dei creditori e della stabilità del sistema bancario del tutto inefficace in quanto sarebbe azionabile solo allorquando la crisi fosse giunta ad uno stato (quello appunto della sua estrinsecazione in veri e propri inadempimenti) di irreversibile compromissione dell'azienda bancaria»; in relazione all'accertamento successivo, che esso «avrebbe costantemente esito negativo per gli istanti, considerato che in questa fattispecie lo stato di decozione va accertato con riferimento alla data del decreto di liquidazione e quest'ultimo provvedimento viene fisiologicamente adottato [...] prima che la crisi patrimoniale e finanziaria si manifesti»; A. NIGRO, *Sub art. 74*, in F. BELLIG.

manifestazione esteriore di tale incapacità diventa perfino inconcepibile qualora i debiti della banca siano resi inesigibili dalla sospensione dei pagamenti ai sensi dell'art. 74 TUB⁶¹. Neppure la constatazione di un significativo squilibrio patrimoniale, considerato il principale indicatore dell'insolvenza bancaria⁶², basterebbe a giustificare

CONTENTO-A. PATRONI GRIFFI-M. PORZIO-V. SANTORO (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commento al d.lgs. 1° settembre 1993*, n. 385, I, Bologna, 2003, 1199-1200; R. CERCONE, *L'insolvenza delle banche tra nuove questioni processuali e consolidati indirizzi di merito*, cit., 329-330, per il quale «siccome l'intervento delle autorità creditizie normalmente previene e impedisce la corsa ai depositi, se si è ancora lo stato di insolvenza all'inadempimento o alla carenza di credito o di liquidità, allora l'insolvenza è fenomeno da cui le banche rischierebbero di essere - per definizione - immuni»; E. GALANTI, *Riforma del diritto fallimentare e procedure di crisi delle imprese finanziarie*, in *Fall.*, 2006, 1117 (nota 11); E. RULLI, *Sub art. 82*, cit., 1149; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1973, 341, con riguardo però al regime delle crisi assicurative; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 400. Pare formulare conclusioni divergenti C. CANALE, *L'accertamento dell'insolvenza delle banche alla luce della (nuova) disciplina europea sulla gestione delle crisi bancarie: ritorno alla tradizione tramite l'innovazione*, cit., 293, quando pronostica che proprio l'assoggettamento della banca a interventi anticipatori dell'insolvenza possa poi favorirne la constatazione.

⁶¹ Per tale delicata questione, affrontata a partire dalla regola secondo cui la sospensione dei pagamenti «non costituisce stato d'insolvenza» (attualmente, art. 74, comma 3, TUB), già A. DE MARTINI, *Moratoria di aziende di credito e dichiarazione di stato di insolvenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1950, II, 167 ss.; G. TERRANOVA, *L'accertamento giudiziale dello stato d'insolvenza delle banche*, cit., 12 ss.

⁶² Sulla particolare rilevanza indiziaria del deficit per l'accertamento dell'insolvenza bancaria, F. GALGANO, *Sull'insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa*, cit., 236; S. CAPPIELLO, *Lo stato di insolvenza dell'impresa in rapporto alla specificità dell'attività bancaria*, cit., 109; R. CERCONE, *L'insolvenza delle banche tra nuove questioni processuali e consolidati indirizzi di merito*, cit., 328 ss.; L. DESIDERIO, *Sub art. 80*, in M. PORZIO-F. BELLÌ-G. LOSAPPIO-M. RISPOLI FARINA-V. SANTORO (a cura di), *Testo unico bancario. Commentario*, Milano, 2010, 692; G. FALCONE, «Stato di dissesto» e «insolvenza» nella liquidazione coatta amministrativa delle banche, in *Fall.*, 2019, 236; G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, cit., 422; L. ANDRETTO, *L'insolvenza bancaria e il contraddittorio per il suo accertamento*, in *Fall.*, 2024, 950-951; G. FALCONE, *CCII e disciplina delle liquidazioni coatte amministrative di banche e intermediari del mercato finanziario*, in *Fall.*, 2024, 1312; Cass. civ., Sez. I, 21 aprile 2006, n. 9408, cit.; Cass. civ., Sez. I, 18 agosto 2017, n. 20186, cit.; Cass. civ., Sez. I, 8 febbraio 2019, n. 3864, cit., nella cui motivazione si legge che «l'insolvenza di un'impresa bancaria costituisce un suo

l'accertamento in mancanza degli inadempimenti e degli altri fatti esteriori richiamati dall'art. 2, lett. *b*, c.c.i.⁶³.

modo di essere [...] da valutarsi apprezzando, come fattore dotato di centralità, il deficit patrimoniale»; Cass. civ., Sez. I, 11 giugno 2020, n. 11267, cit.; Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, cit.; Trib. Napoli, 3 dicembre 1980, cit.; Trib. Benevento, 7 dicembre 1995, cit.; T.A.R. Calabria, 7 ottobre 1996, n. 241, cit., benché in un rilievo solo incidentale; Trib. Trieste, 7 marzo 1997, in *Foro it.*, 1997, I, 2685; Trib. Frosinone, 3 novembre 1995, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 560; Trib. Frosinone, 15 maggio 1998, in *Riv. dir. comm.*, 1998, II, 101, con nota di S. Cappiello, *Lo stato di insolvenza dell'impresa in rapporto alla specificità dell'attività bancaria*; Trib. Chieti, 19 luglio 2016, cit.; Trib. Arezzo, 8-11 febbraio 2016, cit.; App. Firenze, 6 maggio 2016, cit.; Trib. Sciacca, 16 febbraio 2016, cit.; Trib. Treviso, 27 giugno 2018, cit.; Trib. Vicenza, 9 gennaio 2019, cit.; App. Venezia, 18 dicembre 2019, cit. È da ricordare l'impostazione di Trib. Milano, 5 aprile 1984, cit., favorevole al riconoscimento dell'insolvenza qualora l'eccedenza dell'attivo sul passivo risulti prossima a venire meno per la sopravvenuta carenza di fiducia verso lo specifico istituto di credito (Banco Ambrosiano); la decisione dichiara non tanto l'irrilevanza del deficit patrimoniale ma l'inidoneità del surplus di bilancio ad escludere l'insolvenza. Diversamente, nell'escludere l'insolvenza della banca titolare di un patrimonio capiente, Trib. Campobasso, 6 febbraio 1989, cit. Sull'incidenza assunta dall'esiguità del patrimonio netto nelle crisi bancarie degli anni recenti, G. SANTONI, *Brevi riflessioni sugli interventi normativi riguardanti le cause delle crisi bancarie e sulla specificità del sistema concorrenziale bancario*, in P. Montalenti-M. Notari (a cura di), *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*, Milano, 2018, 263-264.

⁶³ In questi termini, AND. DALMARTELLO-R. SACCHI-D. SEMEGHINI, *I presupposti del fallimento*, cit., 275, quando osservano che «non appare [...] corretto qualificare l'insufficienza patrimoniale come "fatto esteriore" del presupposto del fallimento, implicitamente equiparandola agli inadempimenti»; L. MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, cit., 120-121; App. Torino, 12 giugno 2012, cit. La premessa sembra condivisa dall'impostazione che assume quale esteriorizzazione dell'insolvenza non l'insufficienza patrimoniale ma la pubblicazione del bilancio utile alla sua dimostrazione: A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, I, Milano, 1952, 455-456; Trib. Benevento, 7 dicembre 1995, cit. Diversamente, nel qualificare il deficit alla stregua di un fatto esteriore all'impresa, Cass. civ., Sez. I, 9 marzo 2004, n. 4727, cit.; Cass. civ., Sez. I, 1° dicembre 2005, n. 26217, cit.; Cass. civ., Sez. I, 20 novembre 2018, n. 29913, in *ilcaso.it*; App. Firenze, 6 maggio 2016, cit., che riconosce una manifestazione di insolvenza nella «inesistenza di cespiti con cui estinguere le passività».

Simili inconvenienti suggeriscono l'esame delle nozioni vigenti in ambiti prossimi a quello bancario, per la ricerca di quella applicabile in linea analogica⁶⁴.

Sembra utile la considerazione di due norme.

La prima non definisce l'insolvenza, della quale richiama però gli elementi principali⁶⁵. Dispone l'art. 57, comma 6 *bis*, TUF che «qualora le attività del fondo o del comparto non consentano di soddisfare le obbligazioni dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, uno o più creditori o la SGR possono chiedere la liquidazione del fondo al tribunale del luogo in cui la SGR ha la sede legale». Rilevano l'incapienza del fondo e l'irreversibilità di tale condizione; in sintesi, lo squilibrio patrimoniale non meramente transitorio⁶⁶.

L'applicazione analogica dell'art. 57, comma 6 *bis*, TUF al settore bancario è impedita dalle specificità che giustificano la norma. La *ratio* si coglie anzitutto nella separazione patrimoniale correlata alla mancanza di soggettività del fondo⁶⁷ e poi - almeno secondo

⁶⁴ L'applicabilità analogica delle regole definitorie non è revocabile in dubbio se si condivide la tesi oggi prevalente del loro carattere normativo, diretto alla fissazione del significato vincolante nell'interpretazione di disposizioni ulteriori: tra i tanti, M. DELLACASA, *Sulle definizioni legislative nel diritto privato. Fra codice e nuove leggi civili*, Torino, 2004, 35-36.

⁶⁵ Per la somiglianza tra la nozione di insolvenza e l'incapienza evocata dall'art. 57, comma 6 *bis*, TUF, S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, in *Dir. banc. fin.*, 2018, I, 177; Trib. Lecco, 5 marzo 2013, inedita; Trib. Bolzano, 31 gennaio 2014, inedita. Diversamente, sottolineando la connotazione patrimoniale dell'incapienza e quella organizzativa dell'insolvenza, P. CARRIÈRE, *La "crisi" nei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, III, 279 (nota 95); S. CICHINELLI, *Debito e responsabilità nella disciplina sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 597.

⁶⁶ Tra gli altri, M. TRECCANI, *Situazioni di crisi e rapporto di partecipazione al fondo nella gestione collettiva del risparmio*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2018, 431-432. L'art. 57, comma 6 *bis*, TUF aggiunge la necessità di un «pericolo di pregiudizio»; come rileva S. BONFATTI, *Questioni dibattute su diritto di proprietà e fondi comuni di investimento: gli strumenti di gestione delle crisi dei fondi comuni di investimento e dei patrimoni separati*, cit., 178, la sussistenza del pericolo risulta *in re ipsa* al ricorrere di un'incapienza non meramente transitoria.

⁶⁷ La correlazione tra segregazione patrimoniale e rilevanza del deficit è particolarmente marcata nella ricostruzione di G. FERRI JR., *L'incapienza dei fondi*

un'importante linea di pensiero - nell'esercizio di un'attività di investimento senza impresa⁶⁸. Insuperabile risulta soprattutto un'altra ragione di distinzione: mentre l'insolvenza bancaria è soggetta per lo più a un accertamento posteriore all'avvio della liquidazione coatta amministrativa o della risoluzione, l'incapienza del fondo rileva purché non risulti già pendente una procedura di liquidazione, allo scopo di provocarne l'attivazione a tutela del ceto creditorio⁶⁹.

Una nozione settoriale di insolvenza ricorre in ambito assicurativo. Prevede l'art. 248, comma 3, cod. ass. priv. che «lo stato d'insolvenza si manifesta, oltre che nei modi indicati nell'articolo 2, comma 1, lettera b), del codice della crisi e dell'insolvenza, *anche nella situazione di notevole, evidente e non transitoria insufficienza delle attività patrimoniali* necessarie per far fronte agli impegni relativi ai crediti di assicurazione o di riassicurazione»⁷⁰. La definizione posta dal codice della crisi non è smentita, ma integrata da quella speciale allo scopo di

comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni, in Riv. dir. comm., 2016, I, 394; G. PESCATORE, *Sub art. 57*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario TUF*, 1, Torino, 2012, 557. Sull'assenza di soggettività del fondo, recentemente, N. DE LUCA, *SGR e fondi comuni, tra soggetto e oggetto. Appunti sulla legittimazione processuale*, in A. NUZZO-A. PALAZZOLO (a cura di), *Disciplina delle società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, Roma, 2020, 205 ss.

⁶⁸ G. FERRI JR., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, cit., 387 ss. ID., *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Rivista ODC*, 2015, 4 ss., con la conclusione che perciò «la crisi del fondo non pare poter assumere la forma, tipicamente commerciale, di insolvenza, ma solo quella, civile, di *incapienza*» (p. 6; corsivi dell'autore).

⁶⁹ Sulla tutela dell'interesse creditorio, V. OCCORSIO, *L'incapienza dei fondi comuni d'investimento nella nuova disciplina del T.U.F.*, in Riv. dir. comm., 2014, I, 613-614, che sottolinea anche la diversa impostazione della disciplina interna rispetto a quella espressa dalla Direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IVV); P. CARRIÈRE, *La "crisi" nei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, cit., 283; G. FERRI JR., *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, cit., 405.

⁷⁰ La contiguità tra la nozione di insolvenza dettata in ambito assicurativo e la prassi che valorizza principalmente l'incapienza patrimoniale anche nel settore bancario (nt. 62) è posta in risalto da AND. DALMARTELLO-R. SACCHI-D. SEMEGHINI, *I presupposti del fallimento*, cit., 267 (nota 447).

riconoscere autonoma rilevanza all'incapienza patrimoniale duratura⁷¹. Mentre assume una funzione meramente indiziaria per le altre imprese, tale condizione è sufficiente all'accertamento in ambito assicurativo⁷².

La dottrina prevalente individua nella norma dedicata all'insolvenza assicurativa una funzione anticipatoria⁷³, spiegabile con le peculiari

⁷¹ In questi termini, D. BONACCORSI DI PATTI, *Sub art. 248*, in F. CAPRIGLIONE (diretto da), *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005*, n. 209, III, 1, Padova, 2007, 355; G. MARTINA, *La situazione di notevole, evidente e non transitoria insufficienza delle attività patrimoniali come manifestazione dello stato di insolvenza delle imprese di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 414-415; M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*, in *Fall.*, 2013, 731; App. Torino, 12 giugno 2012, cit.

⁷² Per la rilevanza solamente indiziaria del deficit patrimoniale rispetto alla nozione comune di insolvenza, N. JAEGER, *Osservazioni in tema di struttura e funzione del fallimento e degli altri processi occasionati da crisi d'impresa*, in *Riv. dir. proc.*, 1962, 547; U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, 1, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1974, 127-128; L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, cit., 121; A. NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, cit., 223-224; G. FAUCEGLIA, *Insolvenza e crisi*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, diretto da L. Panzani, I, Torino, 2012, 81-82; S. AMBROSINI, *Crisi e insolvenza nel passaggio fra vecchio e nuovo assetto ordinamentale: considerazioni problematiche*, in *ilcaso.it*, 17; Cass. civ., Sez. I, 24 marzo 1983, n. 2055, in *ilcaso.it*; Cass. civ., Sez. I, 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Foro it.*, 1990, I, 1174; Cass. civ., Sez. I, 20 maggio 1993, n. 5736, in *Fall.*, 1993, 1135; Cass. civ., Sez. I, 27 febbraio 2001, n. 2830, in *Giust. civ. Mass.*, 2001, 331; Cass. civ., Sez. VI, 17 febbraio 2012, n. 2351, in *Dir. fall.*, 2012, II, 42, con nota di F. PACILEO, *Ancora sullo «stato di insolvenza»*. *Appunti sull'art. 5 legge fallim. e spunti sulla nozione di «sovraindebitamento» di cui alla l. n. 3/2012*; Cass. civ., Sez. I, 27 marzo 2014 n. 7252, cit.; Cass. civ., Sez. I, 6 febbraio 2018, n. 2810, cit.; Cass. civ., Sez. I, 20 novembre 2018, n. 29913, cit.; Cass. civ., Sez. VI, 20 gennaio 2020, n. 1069, cit.; Trib. Potenza, 20 ottobre 1997, cit.; Trib. Potenza, 13 luglio 2000, cit.; Trib. Modena, 25 giugno 1998, in *Giur. comm.*, 1999, II, 322; Trib. Udine, 16 aprile 2011, in *ilcaso.it*; App. Milano, 23 aprile 2020, in *ilcaso.it*. Diversamente, e quindi per l'idoneità dell'insufficienza patrimoniale all'instaurazione della procedura fallimentare, G. TERRANOVA, *Stato di crisi, stato di insolvenza, incapienza patrimoniale*, cit., 558 ss. e 569.

⁷³ Sulla funzione anticipatoria connessa all'autonoma rilevanza dello squilibrio patrimoniale, App. Roma, 4 settembre 2006, in *onelegale.it*; App. Torino, 12 giugno 2012, cit.; R. BELLÈ, *Sub art. 194*, in *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, a cura di M. Ferro, 3° ed., Torino, 2014, 2737; M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*, cit., 731 ss. Tale funzione si inserisce in quella più ampia di tutela tanto dei singoli assicurati quanto

caratteristiche dell'impresa⁷⁴, e in particolare con l'inversione del ciclo produttivo⁷⁵. La posposizione dei costi ai ricavi rende improbabile il ritorno *in bonis* della compagnia gravata da debiti superiori al valore dell'attivo⁷⁶; soprattutto, ritarda l'esteriorizzazione dell'incapacità di

del sistema economico, su cui insiste già la dottrina tradizionale per spiegare la convergenza di regole di diritto pubblico sull'attività e di diritto privato sui singoli atti (contratti) assicurativi: A. ASQUINI, *Verso l'unificazione delle leggi sulle assicurazioni*, in *Assicuraz.*, 1934, I, 5; A. GAMBINO, *Inadempimento e dissesto dell'assicuratore*, in *Studi in onore di Antigono Donati*, a cura di A.I.D.A., II, Roma, 1970, 296.

⁷⁴ Per la rilevanza del deficit nell'accertamento dell'insolvenza, già prima del riconoscimento esplicito da parte del Codice delle assicurazioni private, A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, cit., 455-456; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., 341; M. PIZZIGATI, *Sub art. 44*, in G. PARTESOTTI-E. BOTTIGLIERI (a cura di), *Nuove norme per l'esercizio delle assicurazioni private contro i danni (l. 10 giugno 1978, n. 295). Commentario. Parte II*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1980, 106; G. VOLPE PUTZOLU, *La crisi dell'impresa di assicurazione*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 671, che giustifica la conclusione con la premessa secondo cui «lo stato di insolvenza delle imprese di assicurazione non può essere accertato alla stregua degli ordinari criteri utilizzabili negli altri settori industriali»; EAD., *Controllo e risanamento delle imprese di assicurazione dopo la legge n. 576 del 1982*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 675. Sembra orientarsi in direzione opposta una parte della giurisprudenza dell'epoca: Trib. Roma, 11 luglio 1986, in *Temi rom.*, 1987, 155; Trib. Roma, 15 luglio 1986, in *Riv. dir. comm.*, 1987, II, 197; App. Roma, 10 febbraio 1987, in *Dir. fall.*, 1987, II, 700. Sulla rilevanza allora riconosciuta rispetto alla fattispecie del dissesto dall'art. 71, Testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private, all'insufficienza delle risorse per la copertura di riserve e cauzioni obbligatorie previste dalla disciplina assicurativa, C. ANGELICI, *Dissesto dell'impresa assicuratrice e rifiuto di pagamento dei premi da parte dell'assicurato*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, II, 383.

⁷⁵ Sull'inversione del ciclo, V. LEMMA, *Il valore delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazioni secondo le indicazioni del codice delle assicurazioni private*, in *Contr. impr.*, 2007, 1215; C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L'impresa, i contratti*, Torino, 2013, 24-25 e 70.

⁷⁶ M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*, cit., 737. Per il rilievo che l'insolvenza assicurativa non configura una condizione estemporanea e imprevedibile, ma l'esito di una degenerazione progressiva dei conti: A. ROCCELLA, *Sub art. 57*, in *Nuove norme per l'esercizio delle assicurazioni private contro i danni (l. 10 giugno 1978, n. 295). Commentario. Parte II*, a cura di G. Partesotti-E. Bottiglieri, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1980, 710; L. DI BRINA, *Commento agli artt. 54-60*, in G. PARTESOTTI-M. RICOLFI (a cura di), *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva. Commentario*, Padova, 2000, 550; G. VOLPE PUTZOLU, *Controllo e risanamento delle imprese di assicurazione dopo la legge n. 576 del 1982*, cit., 675.

adempire e lascia così presagire l'aggravamento della condizione di disagio. A correggere i pericoli conseguenti a tale ricaduta dilatoria provvede proprio il riconoscimento di un'autonoma rilevanza allo squilibrio patrimoniale grave, palese e duraturo⁷⁷. Di conseguenza, non è tanto l'inversione del ciclo produttivo, ma il conseguente differimento dell'incapacità manifesta a spiegare l'autonoma rilevanza di una simile condizione di incapienza.

L'effetto dilatorio può immaginarsi anche in ambito creditizio, non in conseguenza dell'inversione del ciclo - estranea all'attività della banca - ma per i molteplici canali di approvvigionamento finanziario di cui questa dispone⁷⁸: è sufficiente l'incremento della remunerazione offerta alla clientela per consentire il recupero di liquidità e quindi il prolungamento di una capacità di adempiere soltanto apparente e momentanea⁷⁹. Sussiste allora lo stesso inconveniente che l'art. 248, comma 3, cod. ass. priv. contrasta tramite l'autonoma rilevanza del *deficit* non meramente transitorio⁸⁰. Sussiste inoltre la comune funzione

⁷⁷ M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*, cit., 734; G. TERRANOVA, *Gustavo Bonelli fallimentarista*, in *Dir. fall.*, 2017, I, 1320; App. Roma, 4 settembre 2006, cit.; App. Torino, 12 giugno 2012, cit.

⁷⁸ Da ultimo, è Cass. civ., Sez. I, 28 settembre 2023, n. 27524, in *dejure.it*, a riconoscere particolare rilevanza (comunque solo indiziaria) al *deficit* patrimoniale per via dei «molteplici canali di accesso al reperimento di liquidità» di cui la banca dispone, e quindi della capacità di differire la manifestazione esteriore dell'incapacità di adempiere.

⁷⁹ S. BONFATTI-G. FALCONE, *Sub art. 82*, cit., 1345: «la struttura dell'attivo e del passivo di una impresa bancaria [...] è tale, che essa potrebbe non essere qualificabile "insolvente", nel senso attribuito a questa espressione dall'art. 5 l. fall., anche per un lungo arco di tempo successivo al momento in cui la gestione corrente ha preso a produrre perdite, anziché utili. La potenzialità di espansione della "raccolta" (per es. depositi della clientela) è pressoché senza limiti: anche in situazioni di accentuata concorrenzialità, l'offerta di un tasso di remunerazione lievemente superiore a quello praticato dal mercato rappresenta comunque una garanzia di acquisizione della necessaria "raccolta". Per effetto di una tale facilità di accesso alla "provvista" di mezzi finanziari, la banca può presentarsi al mercato in una situazione di tranquillizzante liquidità; e può alimentare ulteriori impieghi in favore della clientela».

⁸⁰ Un ulteriore profilo di convergenza tra decozione assicurativa e bancaria si ricava *a contrario* dalla considerazione esposta da Cass. civ., Sez. VI, 16 settembre 2015, n. 18192, cit., per cui l'insolvenza "comune" «si esprime, secondo una tipicità desumibile dai dati dell'esperienza economica, nell'incapacità di produrre beni con margine di redditività da destinare alla copertura delle esigenze di impresa (prima fra

dell'insolvenza, che sia nel settore assicurativo sia in quello bancario è realmente necessaria non tanto per l'instaurazione di procedimenti attivabili a prescindere, ma per l'applicazione della disciplina penalistica e delle regole sull'inefficacia degli atti compiuti⁸¹. Ricorre perciò quella somiglianza rilevante⁸² capace di giustificare l'applicazione analogica della regola dettata in ambito assicurativo⁸³, con la conseguente idoneità dell'incapienza notevole, evidente e non transitoria a configurare l'insolvenza dell'istituto di credito⁸⁴.

L'autonoma rilevanza di tale condizione suggerisce due corollari. Benché resti relegato ad ipotesi sporadiche e remote, l'accertamento preventivo dell'insolvenza può dipendere non solo da una incapacità di adempiere già percepibile dall'esterno, rilevante anche se transitoria (§ precedente), ma anche dalla sussistenza di un *deficit* patrimoniale consistente e verosimilmente duraturo⁸⁵. Queste stesse condizioni, siccome riconducibili alla nozione di insolvenza bancaria, giustificano

tutte l'estinzione dei debiti), nonché nell'impossibilità di ricorrere al credito a condizioni normali, senza rovinose decurtazioni del patrimonio». Per compagnie assicuratrici e banche l'insolvenza rappresenta invece lo stadio finale di un processo degenerativo che ha cause tipicamente patrimoniali e finanziarie, correlate più all'erronea ponderazione tecnica dei rischi che alla bontà intrinseca dei servizi offerti. Poste queste premesse, non pare casuale la formazione della disciplina delle crisi assicurative sul modello di quella dedicata alle banche, sottolineata già da G. VOLPE PUTZOLU, *Controllo e risanamento delle imprese di assicurazione dopo la legge n. 576 del 1982*, cit., 668-669 e 673.

⁸¹ In merito a tale funzione dell'insolvenza assicurativa, assimilabile a quella riconoscibile nel settore bancario, App. Roma, 24 febbraio 2014, in *onelegale.it*.

⁸² In linea analoga, nell'assimilare la disciplina bancaria e quella assicurativa nel sistema del «diritto concorsuale finanziario», D. VATTERMOLI, *Le cessioni «aggregate» nella liquidazione coatta amministrativa delle banche*, cit., 52.

⁸³ Sulla somiglianza rilevante pretesa per l'individuazione della regola da applicare analogicamente è sufficiente il rinvio a N. BOBBIO, *Teoria dell'ordinamento giuridico*, in ID., *Teoria generale del diritto*, Torino, 1993, 267 ss.

⁸⁴ In questi termini risulta già orientato il «diritto vivente» (nt. 49 e nt. 62), che tuttavia procede da una premessa incoerente all'accertamento basato sul mero riscontro del *deficit* patrimoniale, e cioè dalla trasposizione in ambito bancario della nozione generale di insolvenza.

⁸⁵ Diversamente, nel reputare necessaria la simultanea ricorrenza di tali condizioni, L. DESIDERIO, *Sub art. 80*, cit., 692, secondo il quale «nel caso delle banche [...] in nessun modo una situazione di sola illiquidità potrebbe giustificare la messa in l.c.a. ove non costituisse manifestazione esteriore di uno squilibrio interno fra le poste del patrimonio»; Trib. Campobasso, 6 febbraio 1989, cit.

sia la punibilità dei fatti di bancarotta commessi dagli organi di gestione e controllo⁸⁶ sia l'inefficacia degli atti lesivi della garanzia patrimoniale e della *par condicio creditorum*⁸⁷.

8. Riepilogo delle conclusioni raggiunte

Le pagine che precedono lasciano emergere l'irriducibilità dell'insolvenza bancaria a quella comune, per ragioni che dipendono

⁸⁶ È da riferire anche al sistema bancario il rilievo svolto per quello assicurativo da M. CATALDO, *I presupposti della dichiarazione di insolvenza dell'impresa di assicurazione*, cit., 737, con la constatazione che la rilevanza di una condizione preliminare rispetto alla manifesta incapacità d'adempiere induce gli organi sociali a una gestione prudente e verosimilmente all'assunzione di iniziative tempestive contro l'insolvenza incipiente.

⁸⁷ La diversa declinazione dell'insolvenza a seconda degli effetti associati a tale condizione trova ripetute conferme.

È frequente l'affermazione dell'eterogeneità tra l'insolvenza evocata dall'art. 1186 cod. civ. e quella necessaria all'instaurazione di procedure concorsuali: M. BOCCHIOLA, *La nozione di «insolvenza» nell'art. 1186 c.c.*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, I, 209 ss.; U. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, cit., 127 ss.; R. PROVINCIALI, *Insolvenza (effetti civili)*, in *Enc. dir.*, XXI, Milano, 1971, 781; V. DE SENSI, *Il concetto dell'insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2001, II, 1457; Cass. civ., Sez. II, 18 novembre 2011, n. 24330, in *Giust. civ.*, 2012, I, 687; Trib. Milano, 17 settembre 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, II, 79; Trib. Milano, 17 aprile 2020, *ilcaso.it*.

Nello stesso sistema concorsuale una nozione autonoma di insolvenza risulta consolidata per la verifica della *scientia decoctionis* (e quindi per l'interpretazione degli artt. 67, comma 2, l. fall. ed oggi 166, comma 2, c.c.i.): G. TERRANOVA, *Insolvenza. Stato di crisi. Sovraindebitamento*, Torino, 2013, 24-25 e 91 ss.; D. GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, cit., 368; L. STANGHELLINI, *La nuova revocatoria fallimentare nel sistema di protezione dei diritti dei creditori*, in AA. VV., *Studi per Franco Di Sabato*, II, Napoli, 2009, 878-879; Trib. Monza, 5 gennaio 2011, in *ilcaso.it*; Trib. Milano, 19 novembre 2012, in *ilcaso.it*; Trib. Verona, 26 luglio 2012, in *ilcaso.it*.

Ancora, una diversa declinazione viene spesso suggerita per l'insolvenza rilevante per l'amministrazione straordinaria: S. PACCHI PESCUCCI, *Alcune riflessioni in tema di insolvenza, impresa e complesso aziendale, derivanti dalla lettura della legge delega per l'emanazione della nuova legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 313 ss.; F. CORSI, *Crisi, insolvenza, reversibilità, temporanea difficoltà, risanamento: un nodo irrisolto?*, in *Fall.*, 2000, 949-950; F. MACARIO, *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. soc.*, 2008, 116; Trib. Torre Annunziata, 14 novembre 2001, in *Giur. comm.*, 2002, II, 482; Trib. Palermo, 24 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2002, II, 389; Trib. Arezzo, 26 maggio 2010, in *dejure.it*.

tutte dalla diversa funzione che la nozione riveste nei due sistemi normativi.

Quanto a tale funzione: (i) l'insolvenza configura uno tra gli svariati presupposti per l'avvio della procedura di liquidazione coatta amministrativa e dell'intervento di risoluzione bancaria; (ii) di conseguenza, il suo accertamento può precedere o anche seguire l'attivazione di simili rimedi; (iii) inoltre, l'accertamento è indispensabile per l'applicazione di un ristretto insieme di regole, che comprende (iii.a) quelle strumentali all'inefficacia degli atti pregiudizievoli per i creditori e (iii.b) alla punizione dei reati fallimentari.

Quanto alla nozione di insolvenza e al suo accertamento: (α) la verifica successiva all'avvio della liquidazione coatta amministrativa o della risoluzione bancaria non comporta la rilevanza di fatti successivi, preclusa dalle norme che dispongono la cristallizzazione del contesto da tenere in considerazione; (β) in ragione proprio di tale cristallizzazione, pare da escludere che lo scenario liquidatorio provocato dall'apertura della liquidazione coatta amministrativa possa stravolgere il contenuto dell'accertamento e giustificare per tale ragione l'identificazione dell'insolvenza con l'incapienza del patrimonio; (γ) sebbene la soluzione prospetti svariati inconvenienti, la retrodatazione del contesto rilevante riguarda il rimedio nel corso del quale l'accertamento interviene e perciò non opera per l'eventualità della consecuzione tra procedura liquidatoria e intervento di risoluzione; (δ) qualora ad essere pendente sia l'amministrazione straordinaria, l'accertamento tiene conto del contesto attuale al momento dello scrutinio, senza l'operatività di meccanismi di retrodatazione; (ε) alla stessa maniera, se l'accertamento si compie dopo la conclusione di questa procedura, operano le regole consuete dell'accertamento preventivo o successivo all'instaurazione della liquidazione coatta o della risoluzione; (ζ) nessuna rilevanza assume la solvibilità sopravvenuta o pronosticabile per via degli interventi che tendono alla stabilità del sistema bancario e alla protezione del pubblico dei risparmiatori; (η) la nozione di insolvenza bancaria si distingue da quella comune per due profili, dal momento che ($\eta.i$) il relativo accertamento non richiede l'esteriorizzazione della condizione di incapacità e, anche in conseguenza di ciò, ($\eta.ii$) può dipendere dalla

mera constatazione dell'incapienza patrimoniale della banca, a prescindere dall'intervento di fatti rivelatori dell'incapacità solutoria.