

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

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

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, 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 (SECRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

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 ABBA 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.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

EDOARDO D. MARTINO - ANDREA PERINI, La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali: teoria, prassi e prospettive future	1
MATTEO ARRIGONI, Intelligenza artificiale e manipolazione informativa del mercato finanziario	59
CARLOTTA GIUSTINIANI, <i>Corporate governance</i> bancaria e gestione del rischio. Problemi e prospettive in vista della CRD VI e del CRR III	81
ALESSANDRO VITA, Regolamentazione dei rischi emergenti e prospettive sul secondo pilastro di Basilea alla luce della CRD VI	99
EDOARDO CECCHINATO, Dichiarazioni inesatte e reticenze dell'assicurato rispetto a rischi ESG e ICT	115
BENEDETTA BONFANTI, Addebito diretto e riallocazione convenzionale del rischio tipico dell'attività d'impresa	137
TAMARA FAVARO, L'evoluzione dei pubblici poteri nella supervisione bancaria post-crisi	163
NICOLA M. F. FARAONE, IA e vigilanza prudenziale: alla ricerca di un nuovo equilibrio tra presidio dei rischi e trasformazione digitale dell'impresa bancaria	189

- FEDERICA AGOSTINI - NICOLÒ GALASSO, Sperare per il meglio (ma prepararsi al peggio): il quadro prudenziale dell'Unione europea per gli scenari climatici “*bottom-up*” 239
- MATTEO PIGNATTI, Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti “*greenfield*”: il ruolo della vigilanza..... 295
- DANIEL FOÀ, L'efficacia dei controlli interni delle banche. Spunti alla luce della *signaling theory*..... 325
- GIANFRANCO ALFANO, Rischi informatici nel settore finanziario: strumenti di prevenzione e resilienza operativa digitale 357
- CLAUDIA MILLI, L'uso dell'*Intelligenza Artificiale* nella previsione del rischio di dissesto bancario. Nuove prospettive di indagine 399

La natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali: teoria, prassi e prospettive future*

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Incentivi *ex ante* e risultati *ex post*: una rivisitazione dell'intervento pubblico nel settore bancario – 3. Le ricapitalizzazioni precauzionali nel diritto dell'Unione europea – 4. Le ricapitalizzazioni precauzionali in pratica – 4.1. Le ricapitalizzazioni di Banca Nazionale di Grecia e di Banca del Pireo – 4.2. La ricapitalizzazione di Monte dei Paschi di Siena. – 5. I fattori rilevanti nelle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.1. La solvibilità dell'ente – 5.2. Il tempismo delle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.3. Gli strumenti delle ricapitalizzazioni precauzionali – 5.4. L'economia politica delle ricapitalizzazioni precauzionali – 6. Le proposte di modifica al quadro CMDI – 7. Conclusioni.

1. Introduzione

Il rapporto tra banche, concorrenza e intervento pubblico nelle crisi bancarie è intrinsecamente complesso¹. La decisione di intervenire a favore di una banca in crisi può essere dettata da numerose esigenze, come la necessità di preservare la stabilità finanziaria e la fiducia dei mercati, la volontà di prevenire una più ampia crisi o da considerazioni di natura prettamente politica – siano esse di opportunità o di opportunismo. A loro volta, le banche possono far leva sull'aspettativa di un intervento pubblico per adottare comportamenti caratterizzati da

*Questo articolo si rifà in larga parte a E. D. Martino e A. Perini, *Rescued Banks Back to the Market?*, in *EBI Working Paper Series*, 2023, 157. Questa ricerca è l'esito di un lavoro comune. Ai fini istituzionali, possono essere attribuiti a Edoardo D. Martino i paragrafi 1, 2 e 5 e ad Andrea Perini i paragrafi 3, 4 e 6. Si ringraziano Lorenzo Stanghellini, Paolo Santella, Niccolò Usai ed Emanuele Spina per i commenti e riflessioni sul lavoro. Una versione precedente di questo documento è stata presentata al *Single Resolution Board* di Bruxelles nel Luglio 2024. Si ringraziano i partecipanti per i commenti. Gli errori rimanenti sono da attribuirsi unicamente agli autori

¹ Si veda, ad esempio, F. ALLEN, D. GALE, *Competition and Financial Stability*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2004, 453; J.H. BOYD, G. DE NICOLA, *The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited*, in *J. Fin.*, 2005, 1329; M. DEWATRIPONT, *European Banking: Bailout, Bail-in and State Aid Control*, in *International Journal of Industrial Organization*, 2014, 37; J. MAUDOS, X. VIVES, *Competition Policy in Banking in the European Union*, in *Review of Industrial Organization*, 2019, 27.

un'eccessiva esposizione al rischio, confidando nel fatto che, nell'eventualità di una crisi, lo stato verrà in loro soccorso socializzando le perdite. Tale dinamica riduce la concorrenza e, di riflesso, il benessere sociale.

La tensione tra queste dinamiche ha raggiunto il suo apice durante la crisi finanziaria del 2007-2008 che, in Europa, ha portato a una serie di ingenti salvataggi pubblici (“*bailouts*”) protrattisi fino al 2012. In risposta alla crisi finanziaria, alla susseguente crisi dell'Eurozona, e alla mole di tali salvataggi, l'Unione europea ha adottato un approccio particolarmente restrittivo nei confronti degli interventi pubblici a favore degli istituti bancari, pubblicando il 1 agosto 2013 la Comunicazione recante «*norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*» (la c.d. “*Comunicazione sul settore bancario*”²) e istituendo, nell'ambito del più ampio progetto dell'Unione bancaria, un nuovo regime di risoluzione per le banche in difficoltà³.

In base all'attuale quadro normativo non è possibile concedere alcun un sostegno finanziario pubblico straordinario a una banca in crisi, in assenza di un previo sostanziale coinvolgimento di azionisti e detentori di capitale subordinato⁴. Inoltre, *de jure condito*, qualsiasi sostegno finanziario pubblico straordinario fornito a una banca ne comporta automaticamente lo stato di “*dissesto o rischio di dissesto*” e la conseguente risoluzione o liquidazione⁵. Tali principi (il divieto di *bailouts* e la c.d. “*condivisione degli oneri*” o “*burden-sharing*”)

² Cfr. Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (“*Comunicazione sul settore bancario*”) con la quale, nelle parole di L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, 2015, 315, «*le maglie degli aiuti di Stato, larghe durante la crisi finanziaria, si sono improvvisamente serrate*».

³ Direttiva (UE) 2014/59 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (“*BRRD*”).

⁴ Sul punto, L. STANGHELLINI, *Tutela dell'impresa bancaria e tutela dei risparmiatori*, in *Banca imp. soc.*, 2018, 3, 423. Per una riflessione più generale, si vedano anche G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca imp. soc.*, 2015; G. SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2016; M. RISPOLI FARINA, *La nuova disciplina delle crisi bancarie: due modelli di soluzione a confronto*, in *Innovazione e diritto*, 5, 2017, 172.

⁵ Articolo 32, paragrafo 4, BRRD.

mirano a ridurre *ex ante* l'esposizione fiscale dei contribuenti ai salvataggi bancari e a limitare le condotte di c.d. "*moral hazard*" (o azzardo morale) degli operatori bancari⁶.

Nell'intento dei co-legislatori europei, l'adozione di una tale rigorosa politica contro i salvataggi pubblici delle banche era volta a minimizzare (i) i costi legati alla socializzazione delle perdite del singolo istituto e (ii) i costi, diretti e indiretti, derivanti dal passaggio dell'istituto "salvato" in mano pubblica. Ciò, minimizzando le distorsioni concorrenziali derivanti da tali interventi⁷. A distanza di dieci anni, nonostante i numerosi passi avanti compiuti, tali obiettivi sembrano ancora lontani dall'essere raggiunti. Le recenti turbolenze nel settore bancario dimostrano infatti che – nonostante le distorsioni causate – un certo grado di flessibilità nell'uso dei fondi pubblici è utile e forse inevitabile per limitare l'instabilità finanziaria. In tal senso indicano sia l'ingente sostegno alla liquidità fornito dalla Banca Nazionale Svizzera a UBS, garantito dalla Confederazione svizzera, per facilitare l'acquisizione di Credit Suisse⁸, sia l'attivazione della "*Systemic Risk Exception*" con cui il Segretario al Tesoro americano, la *Federal Deposit Insurance Corporation* e la *Federal Reserve* hanno cercato di limitare la corsa ai depositi non assicurati di Silicon Valley Bank, consentendo a tutte le banche di prestare garanzie al loro valore nominale per un anno e determinando *de facto* un massiccio salvataggio le cui conseguenze fiscali sono, ad oggi, ancora poco chiare.

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che l'attuale quadro regolamentare fornisce una serie di incentivi distorti da cui originano falle e inefficienze nell'intero sistema: da un lato, è pacifico che gli istituti bancari sono incentivati a registrare immediatamente i

⁶ B. INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180/2015)*, in questa *Rivista*, 2016, I, 58-59.

⁷ Comunicazione della Commissione sull'applicazione, a partire dal 1 agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria ("Comunicazione sul settore bancario"), par. 7.

⁸ E. D. MARTINO, C. A. NIGRO and T. VOS, *CoCos in Europe: What Is Wrong – and How to Fix It?*, in EBI Working Paper Series 169, 2024. Si veda anche E.D. MARTINO, T. VOS, *Credit Suisse CoCos: Why the Write-Down Makes Sense*, in *Oxford Business Law Blog*, 4 giugno 2023, reperibile qui: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/04/credit-suisse-cocos-why-write-down-makes-sense> [ultimo accesso: 14/12/2024].

profitti e a posticipare il più possibile il riconoscimento delle perdite⁹, con la conseguenza che (a) ogni tipologia di intervento è rimandata fino a quando la crisi è ormai profonda e (b) gli interventi sono solitamente tardivi (in tal senso, Credit Suisse e Silicon Valley Bank sono due esempi paradigmatici di interventi tardivi e di incentivi distorti¹⁰); dall'altro lato, è ampiamente riconosciuto che anche i soggetti privati non hanno alcun incentivo ad attivarsi per intervenire tempestivamente nella crisi¹¹. Si consideri poi che, in molti paesi, compresi quelli dell'Eurozona, il mercato bancario è illiquido, e dunque le soluzioni "private" (di mercato) di risoluzione della crisi (e.g., attraverso fusioni e acquisizioni) sono spesso impraticabili.

Muovendo da tali premesse, il presente contributo analizza l'istituto della c.d. "ricapitalizzazione precauzionale" nell'ambito dell'Unione bancaria. Tale istituto prevede che, a determinate condizioni (tra cui l'assenza di soluzioni alternative di mercato, come un aumento di capitale sul mercato o un acquirente privato), una banca solvente ma sottocapitalizzata possa accedere a misure di sostegno finanziario pubblico straordinario, anche sottoforma di iniezioni di capitale, senza che ciò ne causi lo stato di dissesto o rischio di dissesto e la conseguente risoluzione o liquidazione. Tale strumento da un lato offre flessibilità, ma dall'altro comporta dei costi, alcuni dei quali diretti (i.e., il costo fiscale degli aiuti e i problemi legati all'azzardo morale), altri indiretti.

⁹ N. MARTYNOVA, E. PEROTTI, J. SUAREZ, *Capital forbearance in the bank recovery and resolution game*, in *Journal of Financial Economics*, 2022, 884. Sulle peculiarità delle banche e sulle loro differenze con le società ordinarie, si vedano M. BECHT, P. BOLTON, A. RÖELL, *Why bank governance is different*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2011, 437; A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2015, 391-392.

¹⁰ Un'analisi approfondita del caso Credit Suisse esula dallo scopo del presente contributo, maggiori informazioni sono disponibili in E.D. MARTINO (nota 8). Sul punto, si veda anche E. D. MARTINO AND E. PEROTTI, *Containing Runs on Solvent Banks: Prioritising Recovery over Resolution* in *Journal of Financial Crisis*, 2025 (in corso di pubblicazione).

¹¹ Un chiaro esempio di questa mancanza di incentivi deriva dal fatto che i principi contabili sono alla base del collasso di Silicon Valley Bank, si veda *Reuters, U.S. Fed may reverse rules that masked losses on SVB's securities - WSJ*, 21 aprile 2023, reperibile qui: <https://www.reuters.com/markets/us/us-fed-works-loophole-that-masked-losses-svbs-securities-wsj-2023-04-21/> [ultimo accesso: 14/12/2024]. Sullo stesso tema si veda anche H. HUIZINGA, L. LAEVEN, *Bank valuation and accounting discreti on during a financial crisis*, in *Journal of financial economics*, 2012, 614.

In particolare, vi è un costo fondamentale che è stato trascurato nel dibattito accademico e che rappresenta il fulcro della nostra analisi: il costo *ex post* di avere una banca di proprietà pubblica, senza possibilità di reimmissione nel mercato a breve termine. Infatti, sebbene la disciplina europea richieda che le ricapitalizzazioni precauzionali abbiano natura “*temporanea*”, le prime applicazioni di tale strumento evidenziano come tale temporaneità sia difficile – se non impossibile – da rispettare. Ciò, in linea con le evidenze internazionali sulla longevità della proprietà pubblica nel settore bancario e sulla complessità del disinvestimento statale susseguente all’acquisizione di una quota di partecipazione pubblica in una banca¹².

A tal proposito, il presente lavoro rileva nella misura in cui analizza se e come – *de jure condito* – sia possibile garantire la temporaneità delle ricapitalizzazioni precauzionali qualora una soluzione di mercato non sia possibile. Si noti che, ad oggi, solo in un caso su tre lo stato che ha acquisito il controllo di una banca mediante lo strumento della ricapitalizzazione precauzionale è poi riuscito a dismettere completamente la propria quota (dopo quasi un decennio)¹³. L’incapacità dell’attuale quadro normativo di garantire una tempestiva dismissione della quota di partecipazione pubblica inficia la credibilità dell’intero sistema di risoluzione bancaria e si pone in aperto contrasto con i principi che governano il sistema normativo *post* 2008, imponendo costi aggiuntivi ai contribuenti (non è insolito che a una prima ricapitalizzazione precauzionale – e cioè, a un salvataggio – facciano seguito ulteriori richieste di intervento da parte dello stesso istituto) e riproponendo i già esposti problemi di azzardo morale.

Il presente contributo introduce dunque alcuni elementi nuovi nell’analisi riguardante l’apporto di capitale pubblico alle banche in difficoltà, con specifico riguardo all’istituto della ricapitalizzazione precauzionale e alla sua temporaneità.

Ciò è rilevante sia da un punto di vista teorico che da un punto di vista politico. In una prospettiva teorica, il presente contributo propone

¹² G. DELL’ARICCIA ET AL., *The Long Shadow of Public Interventions in the Financial Sector*, in *International Monetary Fund Economy Review*, 2022, 212.

¹³ Si veda HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *Announcement – Invitation to investors*, 3 marzo 2024, reperibile qui: <https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/03/Announcement-invitation-to-investors.pdf> [ultimo accesso: 14/12/2024].

un approccio più ampio e contestualizzato all'intervento statale nel settore bancario e, in particolare, alla ricapitalizzazione precauzionale in Europa. Per quanto di nostra conoscenza, questo è il primo articolo che identifica il problema principale dell'efficacia delle ricapitalizzazioni precauzionali nell'incapacità del sistema di garantirne la temporaneità. In una prospettiva politica, il contributo fornisce alcune indicazioni su come riformare tale istituto, contribuendo al dibattito sulle proposte legislative per la revisione del quadro di gestione delle crisi e di assicurazione dei depositi presentate dalla Commissione europea il 18 aprile 2024 (la c.d. proposta "CMDI"), la cui prima bozza appare del tutto insoddisfacente da questo punto di vista¹⁴.

L'articolo si struttura come di seguito: dopo aver esposto il quadro analitico in cui si collocano le ricapitalizzazioni precauzionali (§2) ed esaminato il regime giuridico di tale istituto (§3), analizziamo i tre casi di ricapitalizzazione precauzionale in Europa (§4), identificando gli elementi che, *ex post*, rendono tale strumento inefficace (§5). I risultati di tale analisi vengono utilizzate per fornire alcune valutazioni preliminari sulla proposta CMDI (§6) e per trarre alcune conclusioni (§7).

2. Incentivi ex ante e risultati ex post: una rivisitazione dell'intervento pubblico nel settore bancario

All'indomani della crisi finanziaria del 2008, la legislazione bancaria a livello mondiale è stata riformata sotto l'impulso di

¹⁴ Il 18 aprile 2023 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di riforma del quadro di gestione delle crisi bancarie e di assicurazione dei depositi (la cosiddetta proposta "CMDI"), che mira a colmare le carenze evidenziate nei dieci anni intercorsi tra l'attuazione dell'Unione bancaria e la data attuale. La proposta si compone di tre proposte di direttiva (sui requisiti minimi per i fondi propri e le passività ammissibili, sui fondi del sistema di garanzia dei depositi e sulle misure di intervento precoce) e di una proposta di regolamento sulle misure di intervento precoce. Ulteriori informazioni sono disponibili all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2250 [ultimo accesso: 14/12/2024]. Il 24 aprile 2024 il Parlamento europeo ha votato una risoluzione che modifica la proposta della Commissione. Ulteriori informazioni sono disponibili all'indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/-document/TA-9-2024-0327_EN.html [ultimo accesso: 14/12/2024].

organismi internazionali quali il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBC) e il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB). La risoluzione delle crisi bancarie è stata al centro di questa ondata di riforme, con l'obiettivo di «rendere fattibile la risoluzione delle istituzioni finanziarie senza gravi disagi sistemici e senza esporre i contribuenti a perdite, proteggendo al contempo le funzioni economiche vitali attraverso meccanismi che consentano agli azionisti e ai creditori non garantiti e non assicurati di assorbire le perdite»¹⁵.

Tale citazione riassume i principi basilari che hanno guidato le riforme della legislazione bancaria *post* 2008, con specifico riferimento alle situazioni di crisi e alle possibilità (e modalità) di un intervento pubblico¹⁶. Nello specifico, tale approccio identifica tre elementi fondamentali del sistema di risoluzione: (i) proteggere la libera concorrenza nel mercato bancario, minimizzando l'azzardo morale e i comportamenti caratterizzati da un'eccessiva esposizione al rischio, limitando il più possibile l'intervento pubblico e, in ogni caso, assicurandosi che questo non abbia un impatto eccessivo sugli incentivi *ex ante* degli operatori bancari; (ii) proteggere i contribuenti; (iii) proteggere i depositi assicurati e la stabilità finanziaria.

Tale approccio è ragionevole e, nonostante i molti limiti in fase di implementazione, segna un notevole passo avanti nella nostra comprensione del settore bancario e della sua regolamentazione. Eppure, esso trascura completamente la fase successiva alla risoluzione della crisi, soprattutto se ciò implica l'utilizzo di risorse pubbliche. In altre parole, il quadro attuale sembra prendere in considerazione uno scenario meramente binario, in cui la banca in crisi viene alternativamente risolta (o liquidata) o reimpressa sul mercato. La realtà, però, è più complessa e i primi interventi che si sono susseguiti all'adozione di questi nuovi principi ci dimostrano che le banche che hanno beneficiato di un sostegno pubblico sottoforma di iniezioni di capitale (e che dunque sono passate in mano pubblica all'esito di tale ricapitalizzazione) tendono a rimanere pubbliche per un periodo di

¹⁵ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 2014, 3 [traduzione nostra].

¹⁶ Per un'analisi più approfondita, cfr. F. ALLEN ET AL., *Moral Hazard and Government Guarantees in the Banking Industry*, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, 30.

tempo prolungato¹⁷. Tale fenomeno limita fortemente la concorrenza, espone i contribuenti al rischio di dover sopportare perdite ulteriori e riduce la resilienza complessiva del sistema di risoluzione. In tal senso, la prassi vigente non è molto diversa da quella già vista durante le precedenti crisi finanziarie.

Aneddoticamente, numerose banche sono state nazionalizzate durante la crisi finanziaria del 2008 e, a distanza di quindici anni, sono ancora in mano pubblica. ABN AMRO è stata nazionalizzata dal governo olandese il 3 ottobre 2008, dopo che Fortis Groups aveva rinunciato a un accordo di fusione a causa della sua precaria situazione finanziaria¹⁸: a oggi, ABN AMRO è il terzo gruppo bancario dei Paesi Bassi e lo stato olandese rimane l'azionista di controllo con circa il 40% delle azioni, quindici anni dopo la prima nazionalizzazione¹⁹. Un altro importante esempio di proprietà pubblica "longeva" è Royal Bank of Scotland, originariamente parte della fallita fusione con ABN AMRO e nazionalizzata il 13 ottobre 2008, con un salvataggio da 37 miliardi di sterline da parte del Ministero del Tesoro britannico che comprendeva anche Lloyd e HBOS. Nel 2022, la partecipazione del Regno Unito in NaWest Group, il successore di Royal Bank of Scotland, è scesa sotto il 50%. Nel 2023 è scesa ulteriormente al di sotto del 40%, e solo nel marzo 2024 il governo britannico ha cessato di essere l'azionista di controllo, mantenendo comunque una quota del 10.99% al 21 novembre 2024²⁰.

¹⁷ Con l'eccezione degli Stati Uniti dove, nonostante i molti limiti del quadro normativo, le banche passano facilmente da proprietari pubblici a privati. Questo spiega in parte anche la quasi totale disattenzione per ciò che avviene dopo l'azione di risoluzione, dato che l'esperienza statunitense guida troppo spesso i dibattiti accademici e politici.

¹⁸ R. WIGGINS, N. TENTE, A. METRICK, *European Banking Union C: Cross-Border Resolution-Fortis Group*, in *Journal of Financial Crisis*, 2019, 150.

¹⁹ C. KOC, *Dutch State to Reduce Its Stake in ABN Amro to Below 50%*, in *Bloomberg*, 10 febbraio 2023, reperibile qui: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-10/dutch-government-to-reduce-its-stake-in-abn-amro-to-below-50?embedded-checkout=true> [ultimo accesso: 14/12/2024].

²⁰ M. SWENEY, K. MAKORTOFF, *UK government sells £1.26bn of NatWest shares, taking stake below 40%*, in *The Guardian*, 22 maggio 2023, reperibile qui: <https://www.theguardian.com/business/2023/may/22/uk-government-sells-natwest-shares> [ultimo accesso: 14/12/2024].

È interessante notare che questi esempi non riguardano esclusivamente i “soliti sospetti”, ovvero quei paesi comunemente percepiti come inclini ai salvataggi e lassisti nella gestione delle proprie finanze pubbliche (in Europa, i cosiddetti “PIIGS”²¹); al contrario, tali interventi sono stati effettuati da governi solitamente percepiti come particolarmente austeri e poco inclini a un interventismo nel settore finanziario. Tuttavia, tali banche sono ancora in gran parte in mano pubblica oppure sono rientrate nel mercato dopo almeno una decade dall’intervento originario, evidenziando come la decisione di intervenire a sostegno di una banca in crisi tende ad avere effetti di lungo periodo e come trovare un acquirente sul mercato per tali istituti sia complesso anche per stati responsabili e stabili (a livello politico e finanziario).

In una prospettiva più ampia, un recente studio del Fondo Monetario Internazionale ha analizzato gli interventi pubblici nelle istituzioni finanziarie di 37 paesi effettuati tra il 2007 e il 2017, dimostrando che, sistematicamente, la dismissione di partecipazioni pubbliche è lenta e che solo pochi paesi riescono a reimmettere completamente nel mercato le istituzioni finanziarie “salvate”. Tale studio conferma inoltre che è più facile dismettere la partecipazione in banche meglio capitalizzate, con più liquidità e, in definitiva, più profittevoli²².

Una prolungata (e potenzialmente perpetua) proprietà pubblica delle banche limita direttamente e indirettamente gli obiettivi di un qualsiasi regime di risoluzione efficiente: direttamente, limita la concorrenza, aumenta la probabilità di un’inefficiente allocazione del credito e pone a rischio il denaro dei contribuenti; indirettamente, rende inefficaci gli strumenti di risoluzione della crisi e si espone al rischio di comportamenti opportunistici da parte degli enti regolamentati.

Per far fronte a tale situazione, il legislatore potrebbe vietare ogni forma di salvataggio delle banche. Tuttavia questa opzione, che rappresenterebbe il “*first-best scenario*” (ed è probabilmente quella che le autorità di regolamentazione di tutto il mondo avevano in mente all’indomani della crisi finanziaria del 2008), non sembra essere praticabile. Un approccio più modesto e pragmatico, dunque, consiste

²¹ Si veda, ad esempio, H. KAZEMI, N. SOHRABJI, *Contagion in Europe: Examining the PIIGS Crisis*, in *International Advances in Economic Research*, 2012, 455.

²² DELL’ARICCIA ET AL. (nota 12), 212.

nel ridisegnare il quadro normativo per raggiungere un “*second-best scenario*”. Tale quadro normativo, però, non può prendere in considerazione solo ciò che accade *prima* e *durante* l’intervento statale (ovvero gli incentivi legati all’azzardo morale, la protezione della stabilità finanziaria e dei depositanti) ma dovrebbe considerare anche ciò che accade *dopo* tale intervento, facilitando un ritorno efficace e tempestivo della banca al mercato.

Tale affermazione potrebbe sembrare ovvia, ma non lo è affatto. Come vedremo, infatti, l’attuale quadro normativo è concepito in modo tale che tutte le attenzioni sono poste alla minimizzazione delle distorsioni concorrenziali nel mercato, dell’azzardo morale e della spesa pubblica (ivi compresa la necessità che l’aiuto fornito sia temporaneo), mentre alcuna attenzione è prestata a quei fattori che – a nostro avviso – potrebbero facilitare il disinvestimento della partecipazione statale, assicurando così che la ricapitalizzazione precauzionale non si trasformi, di fatto, in un *bailout*. Il risultato è che, ad oggi, la temporaneità della proprietà pubblica di un’istituzione finanziaria è meramente virtuale.

In base al nostro modello, sebbene in una certa misura il disinvestimento statale sia necessariamente influenzato da fattori esterni (l’instabilità o l’illiquidità del mercato, le condizioni macroeconomiche e altri fattori come guerre e crisi globali che non possono essere previsti e affrontati in anticipo), vi sono tuttavia alcuni elementi che un regime di risoluzione efficiente dovrebbe tenere in considerazione al fine di facilitare l’uscita dello stato da un istituto finanziario. Tali fattori sono: (i) la tempistica dell’intervento; (ii) la solvibilità dell’istituto beneficiario dell’aiuto; (iii) gli strumenti impiegati nella ricapitalizzazione; (iv) le interferenze politiche legate all’intervento.

Il presente contributo mette in evidenza l’importanza di affrontare questi elementi per garantire una ricapitalizzazione efficiente (e, dunque, una cessione più semplice della quota di partecipazione pubblica). Tale lavoro si concentra sul diritto dell’Unione europea e sul quadro di risoluzione delle crisi previsto dall’Unione bancaria, analizzando da una prospettiva giuridica l’istituto della ricapitalizzazione precauzionale e individuando le inefficienze che compromettono la temporaneità dell’intervento pubblico e, in definitiva, la credibilità del regime di risoluzione.

Abbiamo scelto di concentrarci sulla ricapitalizzazione precauzionale perché, in base al diritto unionale, è l'unico strumento che gli Stati membri possono utilizzare per fornire un sostegno finanziario pubblico straordinario a un'istituzione finanziaria senza innescare la risoluzione o la liquidazione. Come abbiamo detto, in risposta alla massiccia iniezione di risorse pubbliche nel settore finanziario avvenuta tra il 2007 e il 2012, l'Unione europea ha drasticamente limitato le possibilità di intervento pubblico nelle banche²³. In base all'attuale quadro normativo, una banca solvente non può ricevere alcun aiuto pubblico, a eccezione della ricapitalizzazione precauzionale (che dovrebbe essere di natura "temporanea"). In linea con il nostro quadro teorico, quando tale ricapitalizzazione assume la forma di iniezione di capitale, il rispetto di tale clausola di "temporaneità" è notoriamente difficile (se non impossibile). Tale incapacità di garantire un disinvestimento ha ovviamente gravi conseguenze sulla credibilità del sistema di risoluzione delle crisi nel suo complesso, poiché mina il principio fondamentale secondo cui una banca che necessita di sostegno pubblico dovrebbe essere risolta o liquidata.

3. *Le ricapitalizzazioni precauzionali nel diritto dell'Unione europea*

Come accennato, nell'ambito dell'Unione bancaria, qualsiasi tipo di sostegno finanziario pubblico straordinario fornito a una banca in difficoltà fa scattare la dichiarazione di dissesto o rischio di dissesto da parte dell'autorità competente (previa consultazione dell'autorità di risoluzione, o da parte dell'autorità di risoluzione stessa), causando la risoluzione o la liquidazione della banca, a seconda delle valutazioni dell'autorità di risoluzione²⁴. In tale scenario, l'istituto della ricapitalizzazione precauzionale rappresenta l'eccezione alla regola: le

²³ Y. BOUDGHENE, S. MAES, *Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets: The EU State Aid Policy Framework*, 2012, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 562.

²⁴ Ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 4, BRRD «un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle seguenti circostanze: [...] (d) è necessario un sostegno finanziario pubblico straordinario». Per un'analisi dei pro e dei contro derivanti dal passaggio bail-out/bail-in si veda G. DELL'ARICCIA ET AL., *Trade-offs in bank resolution*, in *International Monetary Fund Staff Discussion Note*, 2018, 4.

banche ritenute solventi (cioè non in dissesto o a rischio di dissesto) possono accedere a misure di sostegno finanziario pubblico straordinario quando queste sono finalizzate a «evitare o rimediare a una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria»²⁵. Tale ricapitalizzazione precauzionale può assumere la forma di garanzie statali a sostegno degli strumenti di liquidità forniti dalla banca centrale, di una garanzia statale sulle passività di nuova emissione o di un'iniezione di fondi propri o dell'acquisto di strumenti di capitale²⁶.

Tutti e tre i casi comportano l'impiego di finanziamenti pubblici, esponendo i contribuenti al rischio di sopportare le perdite del singolo istituto ma, nella maggior parte dei casi, l'iniezione di capitale ha l'ulteriore effetto di modificare gli assetti proprietari della banca, trasferendola in mano pubblica. Ai fini del presente contributo, l'analisi si riferisce esclusivamente all'ipotesi di iniezione di fondi propri o di acquisto di strumenti di capitale.

La ricapitalizzazione precauzionale rappresenta un elemento di flessibilità all'interno di un regime di risoluzione rigido e – come dimostrano i primi anni di applicazione – piuttosto inefficace. L'introduzione di tale istituto serviva originariamente molteplici obiettivi: in primo luogo, era considerata uno strumento in grado di facilitare la transizione da un sistema basato sul bailout a un sistema basato sul “*bail-in*”, tenendo conto delle differenze nel settore bancario tra gli Stati membri; in secondo luogo, la crisi finanziaria del 2008 negli Stati Uniti aveva dimostrato che anche in un regime credibile di gestione delle crisi bancarie alcune forme di sostegno finanziario pubblico potevano rendersi necessarie in periodi di grave instabilità finanziaria²⁷; in terzo luogo, la ricapitalizzazione precauzionale doveva funzionare come misura di intervento precoce, riducendo i costi derivanti da un ulteriore deterioramento della situazione finanziaria e rappresentando un'opzione preferibile rispetto a una risoluzione o

²⁵ Articolo 32, paragrafo 4, BRRD.

²⁶ Rispettivamente, articolo 32(4)(d) (i), (ii), (iii) BRRD.

²⁷ N. VÉRON, *Precautionary recapitalisation: time for a review?*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 8.

liquidazione tardive, potenzialmente molto più costose dal punto di vista economico e sociale²⁸.

Per garantire la massima flessibilità e per meglio adattarsi alle peculiarità dei vari mercati nazionali, i co-legislatori europei hanno adottato dunque una formulazione vaga nella formulazione delle disposizioni. Tale vaghezza ha creato una notevole confusione nell'applicazione di tale istituto, come evidenziato dall'abuso di tale strumento, che è stato usato per aggirare uno degli obiettivi chiave dell'Unione bancaria: recidere il “*circolo vizioso*” tra il sistema finanziario e i debiti sovrani²⁹. Per affrontare tale problema, la Commissione europea ha pubblicato alcune proposte legislative per la revisione del quadro di gestione delle crisi e di assicurazione dei depositi, meglio esaminate *sub* §6.

Prima di addentrarci nell'analisi dei casi in cui tale strumento è stato impiegato e valutarne i risultati, è necessario definire chiaramente i contorni di tale istituto, che può essere impiegato solo nel caso in cui siano rispettate numerose condizioni. Tali condizioni rappresentano uno specifico compromesso tra gli effetti distorsivi derivanti dal sostegno pubblico alle banche e la necessità di avere un elemento di flessibilità all'interno del quadro di risoluzione, e sono a loro volta il risultato di un più ampio compromesso politico³⁰. Ai fini della presente analisi, distinguiamo tra (a) condizioni generalmente applicabili a tutte le forme di ricapitalizzazione precauzionale e (b) condizioni applicabili specificamente agli apporti di capitale. Tra le prime, distinguiamo a loro volta tra (i) condizioni legate alla limitazione delle distorsioni concorrenziali e (ii) condizioni legate al risanamento delle banche. Come detto, a prescindere dalla loro natura e dalla loro portata, tutte queste condizioni sono discusse con esclusivo riferimento all'ipotesi di una ricapitalizzazione precauzionale effettuata mediante un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale.

La prima condizione generale relativa alla concorrenza è che l'aiuto fornito deve essere necessario «*al fine di evitare o rimediare a una*

²⁸ C.A.E. GOODHART, E. AVGOULEAS, *A Critical Evaluation of Bail-Ins as Bank Recapitalisation Mechanisms*, in *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, No 10065, 2014.

²⁹ L. QUAGLIA, *The Politics of an 'Incomplete' Banking Union and Its 'Asymmetric' Effects*, in *Journal of European Integration*, 2019, 955.

³⁰ VÉRON (nota 27), 8.

grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria». Non esiste una definizione specifica di “grave perturbazione”, in quanto il termine è mutuato dalla disciplina europea in materia di aiuti di Stato, in base alla quale tali aiuti sono vietati, a meno che non siano tesi a «porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro»³¹. Durante la crisi finanziaria la Commissione europea, nei suoi atti e con le proprie decisioni, ha riconosciuto che la situazione economica contingente poteva rappresentare un “grave turbamento” per quasi tutti i casi di intervento pubblico³². Tuttavia, l'assenza di indicazioni quantitative o qualitative lascia un discreto margine di discrezionalità nel determinare la necessità o meno di un sostegno finanziario pubblico straordinario³³. Tale discrezionalità emerge chiaramente dalla diversa ampiezza con cui il termine è stato interpretato a livello europeo: mentre la Corte di giustizia dell'Unione europea (“CGUE”) definisce “grave turbamento” quello che colpisce l'economia nazionale dello Stato membro (opinione condivisa anche dal Comitato di risoluzione unico) la Commissione europea ha adottato un approccio più discrezionale, autorizzando aiuti anche in situazioni nelle quali il turbamento economico aveva carattere meramente regionale³⁴. In tal senso, le decisioni della Commissione europea sono state criticate per la loro mancanza di trasparenza³⁵.

³¹ Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, articolo 107, paragrafo 3, lettera b).

³² E. GHIBELLINI, *Bank Crisis Management and State Aid in the EU: A comparative Law and Economics analysis of bank resolution, precautionary recapitalisation and bank liquidation*, 2021, 38.

³³ R. OLIVARES-CAMINAL, C. RUSSO, *Precautionary recapitalisation: time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 11. La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che, nel recepire la BRRD, molti Stati membri hanno adottato una formulazione ambigua, sul punto, si veda M. BODELLINI, *Greek and Italian 'Lessons' on Bank Restructuring: Is Precautionary Recapitalisation the Way Forward?*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2017, 144.

³⁴ P. NICOLAIDES, *State aid after the Banking Union: serious disturbance and public interest*, in *Journal of Banking Regulation*, 2022, 79.

³⁵ Cfr. CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Control of State aid to financial institutions in the EU: in need of a fitness check*, 2020, 49, secondo cui, con specifico riguardo alle misure di supporto alla liquidazione «Tutte le decisioni riguardavano banche con quote di mercato comprese tra lo 0,02% e il 2%. Esiste una serie di motivi potenziali per cui il fallimento di una banca anche non rilevante dal punto di vista sistematico

In secondo luogo, le misure in oggetto dovrebbero essere «*proporzionate per rimediare alle conseguenze della grave perturbazione*». In tal senso, sembra di poter intendere che i legislatori europei preferiscano la forma meno invasiva e meno costosa dal punto di vista fiscale, purché essa sia ugualmente in grado di porre rimedio a tale grave perturbazione.

In terzo luogo, le misure devono essere «*di carattere cautelativo e temporaneo*». Tali concetti sono piuttosto confusi: in base alle definizioni fornite dalla Commissione europea, il termine “*precauzionale*” si riferirebbe alla preparazione «*per un eventuale fabbisogno di capitale di una banca che si materializzerebbe se le condizioni economiche dovessero peggiorare significativamente*» mentre “*temporaneo*” significherebbe che «*lo Stato dovrebbe essere in grado di recuperare l'aiuto nel breve-medio termine*»³⁶. A oggi, la temporaneità è la condizione più complicata da rispettare con riferimento alle iniezioni di capitale, dal momento che nei tre casi in cui tale strumento è stato utilizzato, solo in un caso lo stato è riuscito a dismettere completamente la propria partecipazione, dieci anni dopo la ricapitalizzazione (negli altri due, le banche sono ancora in mano pubblica). La presente analisi si focalizza sulla difficoltà di procedere a una tempestiva dismissione, nonostante la chiara volontà dei legislatori europei. Come detto, tale difficoltà influisce sul funzionamento del sistema di risoluzione nel suo complesso, minandone la credibilità. Nel richiedere il carattere “*temporaneo*” delle misure di supporto, infatti, la disposizione (i) non fornisce alcuno strumento per raggiungere o garantire tale temporaneità, (ii) *sic et simpliciter*, sembra presupporre che il mercato sia sempre liquido e pronto a rispondere positivamente all’annuncio della dismissione di una partecipazione pubblica; (iii) non prende in considerazione i fattori rilevanti che potrebbero, di fatto, facilitare tale dismissione e, quindi, limitare nel tempo la proprietà pubblica della banca ricapitalizzata. A nostro avviso, il problema della temporaneità della ricapitalizzazione

potrebbe rappresentare una potenziale minaccia alla stabilità finanziaria. Per i casi che abbiamo esaminato, riteniamo che la Commissione non abbia spiegato queste ragioni nelle decisioni pubblicate» [traduzione nostra].

³⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *State Aid: How the EU rules apply to banks with a capital shortfall - Factsheet*, 25 giugno 2017 (lo stesso giorno della decisione sulla liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) [traduzione nostra].

precauzionale è direttamente collegato alle modalità con cui tale ricapitalizzazione viene effettuata e, quindi, alla struttura della disposizione e del quadro normativo. In tal senso, una ricapitalizzazione precauzionale effettuata nella fase iniziale della crisi è più efficiente e consente un disinvestimento più rapido.

In quarto luogo, le misure «*sono subordinate all'approvazione finale nell'ambito della disciplina degli aiuti di Stato dell'Unione*». La Commissione europea, dunque, approva la ricapitalizzazione precauzionale solo dopo la presentazione di un piano di ristrutturazione e l'attuazione della necessaria condivisione degli oneri³⁷. Nella prassi, tale condivisione degli oneri avviene subito *dopo* l'adozione della decisione sugli aiuti di Stato e sempre *prima* dell'iniezione di capitale nella banca. Tale condizione cerca di garantire che ogni turbamento alla competitività del mercato bancario dell'Unione europea sia ridotta al minimo necessario. L'approvazione del piano avviene nel rispetto di tutte le ulteriori condizioni sostanziali relative alla concorrenza: l'esistenza di un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro, la proporzionalità delle misure proposte, l'assenza di vantaggi indebiti per le banche che ricevono il supporto, la natura temporanea di tale intervento, come risultante dal piano di ristrutturazione allegato alla richiesta di supporto.

Per quanto riguarda le condizioni generali legate al risanamento delle banche, le misure di supporto «*sono limitate agli enti solventi*». Questa condizione rappresenta il tratto distintivo delle ricapitalizzazioni precauzionali rispetto agli altri strumenti forniti dalla disciplina della risoluzione bancaria. Il giudizio di solvibilità, tuttavia, non è semplice e non è immune da caratteri di discrezionalità, in quanto implica la valutazione del valore dell'attivo delle banche che, strutturalmente, è opaco³⁸. Per essere efficace, la ricapitalizzazione

³⁷ In linea con la Comunicazione sul settore bancario del 2013, considerando 50.

³⁸ J. ARMOUR ET AL., *Theory of banking*, in J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE (a cura di), *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 275-276. Per una dimostrazione formale, si veda T.V. DANG, G. GORTON, B. HOLMSTRÖM, *The Information View of Financial Crises*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2020, 39. L'Autorità bancaria europea (EBA), nei suoi Q&A, ha specificato che «*Within the context of Article 32 of Directive 2014/59/EU (BRRD), the notion of solvent institution should be interpreted as*

deve intervenire precocemente nella crisi³⁹: un intervento che avviene quando la crisi bancaria è ormai così profonda da rendere impossibile distinguere se la banca sta affrontando un problema di liquidità o è insolvente consiste di fatto in un *bail-out* che si limita a posticipare i problemi della banca e a prolunga il suo status di “zombie”⁴⁰.

Inoltre, le ricapitalizzazioni precauzionali non dovrebbero essere «utilizzate per compensare le perdite che l'ente ha accusato o rischia di accusare nel prossimo futuro». Tale condizione si presta a diverse interpretazioni. Sebbene il concetto di “perdite che l'ente ha accusato” possa essere interpretato in modo tale da comprendere tutte le perdite antecedenti agli *stress tests* e risultanti dall'ultimo periodo di rendicontazione (*i.e.*, l'ultimo bilancio pubblicato e sottoposto a revisione o verifica⁴¹), è ben più difficile individuare le perdite che l'ente “rischia di accusare nel prossimo futuro”. A prima vista, sembra di poter riferire tale disposizione alla necessità di coinvolgere gli attori privati (azionisti e detentori di capitale subordinato) non solo al fine di limitare le distorsioni concorrenziali, ma anche per limitare l'azzardo morale degli organi di gestione della banca in crisi. Tuttavia, la questione è ben più complessa poiché, specialmente in ambito bancario, il riconoscimento delle perdite dipende in larga misura dalla corretta applicazione dei principi contabili, della *disclosure* obbligatoria e dalle

referring to an institution which does not fall within Article 32(4)(a), (b), (c) However, it is understood that, as regards Article 32(4)(a), the concept of solvency does not refer to meeting conditions for authorisation that would relate to non-financial resources (such as systems and controls)». Si veda EBA, Q&A 2015_1777.

³⁹ VÉRON (nota 27), 12.

⁴⁰ Il termine “banca zombie” si riferisce solitamente a quelle banche con capitale tangibile o valore di mercato negativo. Ai fini del presente contributo consideriamo “banche zombie” quelle banche che soddisfano i requisiti patrimoniali sulla base del valore contabile, anche aggiustato sulla base del loro valore economico, ma che non avrebbero riserve sufficienti per resistere a un peggioramento economico e/o prestare denaro a mutuatari idonei (la definizione è tratta da W.P. DE GROEN, *Precautionary recapitalisations: Time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 11). Le banche zombie causano un'allocazione inefficiente dell'intermediazione del credito, prestando a mutuatari in difficoltà e limitando la crescita economica. In genere, soffrono di un notevole ammontare di crediti deteriorati e prestiti non performanti; in tal senso, si veda C. GANDRUD, M. HALLERBERG, *How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan*, in *Bruegel Policy Contribution*, 2017, 2.

⁴¹ VÉRON (nota 27), 12.

prassi di vigilanza e – aneddoticamente – tale riconoscimento è molto tardivo⁴². Il dato normativo sembra poi escludere che la ricapitalizzazione precauzionale possa essere usata per coprire le perdite sostenute ma non ancora riconosciute. In tal senso, la clausola sembra di difficile applicazione: nella prassi, durante una crisi è difficile verificare quali siano le perdite che la banca ragionevolmente sopporterà nel periodo compreso tra la richiesta di supporto e la sua concessione, soprattutto considerando i tempi stretti in cui viene presa la decisione di intervento. Véron identifica le perdite non compensabili con la ricapitalizzazione precauzionale in quelle che l'istituto probabilmente dovrà affrontare prima della chiusura del quadrimestre di riferimento in corso: pur rappresentando un valido indirizzo, tale teoria non risolve le problematiche già discusse in precedenza⁴³.

Con riferimento alle condizioni specifiche legate all'apporto di capitale, l'art. 32(4)(d)(iii) BRRD specifica che l'aiuto può assumere la forma di «un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale». Tale formulazione si riferisce agli strumenti di *Common Equity Tier 1* (“CET1”), *Additional Tier 1* e *Tier 2*, come definiti e disciplinati nel Regolamento sui requisiti prudenziali per gli enti creditizi⁴⁴. Come meglio specificato *sub* §4, la prassi mostra che in due casi su tre in cui è stata attuata una ricapitalizzazione precauzionale, lo stato ha utilizzato una percentuale mista di azioni e strumenti ibridi considerati come CET1, mentre in un caso solo ha acquistato esclusivamente azioni ordinarie⁴⁵. In una situazione di crisi, è ragionevole ritenere che la funzione principale delle ricapitalizzazioni precauzionali sia quella di affrontare una contingente carenza di capitale iniettando nella banca capitale di alta qualità (dunque, CET1), piuttosto che strumenti di capitale di qualità inferiore.

⁴² R.M. BUSHMAN, C.D. WILLIAMS, *Delayed Expected Loss Recognition and the Risk Profile of Banks*, in *Journal of Accounting Research*, 2015, 511.

⁴³ VÉRON (nota 27), 12.

⁴⁴ Si veda l'articolo 2, paragrafo 38, BRRD che fa riferimento all'articolo 4, paragrafo 1, punto 118, del Regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (“CRR”).

⁴⁵ A oggi, la ricapitalizzazione precauzionale è stata utilizzata solo in tre casi: per Banca Nazionale di Grecia, Banca del Pireo (in cui lo Stato ha utilizzato anche strumenti ibridi) e per banca Monte dei Paschi di Siena.

L'aiuto deve essere concesso «a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente». Nell'interpretare questa disposizione, la Commissione europea ha definito la nozione di "vantaggio" come «un vantaggio incompatibile con il mercato interno ai sensi delle norme sugli aiuti di Stato»⁴⁶. È da notare, tuttavia, che tale vantaggio, come definito dalla Commissione può essere controllato intervenendo sul grado di remunerazione degli strumenti impiegati nella ricapitalizzazione (livello che dovrebbe essere in linea con i requisiti delle norme sugli aiuti di Stato) e sulla profondità delle misure di ristrutturazione a cui è sottoposta la banca. In ogni caso, un certo qual grado di vantaggio è intrinseco alla costruzione degli strumenti della ricapitalizzazione, dal momento che il ritorno sull'investimento per lo Stato sarà necessariamente inferiore al premio che avrebbe richiesto il mercato per la stessa operazione. Una soluzione alternativa è quella di considerare "vantaggio" il supporto finanziario pubblico straordinario che non è compensato da un adeguato coinvolgimento del settore privato nella sopportazione delle perdite. A tal proposito, l'articolo 59(3)(e) BRRD menziona espressamente le ricapitalizzazioni precauzionali tra i casi in cui l'autorità di risoluzione può convertire o svalutare gli strumenti di capitale al di fuori della risoluzione.

Infine, la ricapitalizzazione precauzionale sottoforma di iniezione di capitale o di acquisto di azioni proprie può essere autorizzata solo se uno *stress test* o una verifica della qualità degli attivi ("*asset quality review*") evidenzia una carenza di capitale. La disposizione non specifica se tale carenza debba materializzarsi nello scenario base o in quello avverso, eppure tale specificazione è fondamentale ed è strettamente legata al requisito della solvibilità dell'ente: in un mondo in cui i bilanci delle banche sono perfettamente trasparenti, il valore delle loro attività perfettamente verificabile e gli *stress tests* esattamente calibrati, tale specificazione garantisce che solo le banche solvibili ma sottocapitalizzate ricevano supporto pubblico come strumento di prevenzione; tuttavia, tale scenario si basa su una serie di ipotesi che non corrispondono alla realtà dei fatti, e dunque il segnale lanciato ai mercati da una carenza di capitale che emerge da uno *stress*

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.43365 (2015/N) – Grecia Modifica del piano di ristrutturazione approvato nel 2014 e concessione di nuovi aiuti alla National Bank of Greece*, par. 173.

test può essere inadeguato a identificare le banche idonee a essere ricapitalizzate mediante ricapitalizzazione precauzionale.

Tale ultima osservazione si collega strettamente a una più ampia riflessione sulla natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali. Come accennato, tale caratteristica si distingue dalle altre condizioni esaminate nel presente paragrafo, in quanto rappresenta una condizione “prognostica” (*i.e.*, implica la necessità di valutare *hodie* la probabilità che lo stato riesca a liquidare il proprio investimento, in un momento futuro). Al contrario, le altre condizioni sono tutte immediatamente verificabili (sebbene con un certo margine di errore), al momento della decisione di concedere la ricapitalizzazione precauzionale. Inoltre, a livello linguistico, si potrebbe persino contestare la compatibilità concettuale di un aiuto di natura “temporanea” erogato attraverso strumenti di capitale perpetui, che possono essere liquidati esclusivamente previa accettazione contrattuale di un terzo. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di incertezza che incide sull’applicabilità della clausola di temporaneità, rappresentato dalle condizioni macroeconomiche presenti al momento in cui la partecipazione pubblica dovrebbe essere dismessa. Tali problematiche si sono concretizzate con evidenza nei tre casi di ricapitalizzazione precauzionale concessi, come verrà illustrato in dettaglio nel prossimo paragrafo.

4. *Le ricapitalizzazioni precauzionali in pratica*

Per completare l’analisi sull’istituto della ricapitalizzazione precauzionale, è necessario soffermarsi sui casi concreti in cui tale strumento è stato applicato nei primi anni di vigenza della BRRD, al fine di valutare la coerenza di tali interventi rispetto ai principi teorici e agli elementi giuridici delineati nelle pagine precedenti

A oggi, la ricapitalizzazione precauzionale è stata implementata tre volte: nel 2015, con riferimento a due banche greche – Banca del Pireo⁴⁷

⁴⁷ Banca commerciale fondata nel 1916 e quotata alla Borsa di Atene nel 1918, storicamente il suo *core business* si è incentrato sul credito alle PMI. Per maggiori informazioni si veda PIRAEUS HOLDING, *Piraeus Banks SA*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/group-profile/groups-presence/piraeus-bank> [ultimo accesso: 14/12/2024].

e Banca Nazionale di Grecia⁴⁸ – e nel 2017 con riferimento a Banca Monte dei Paschi di Siena⁴⁹. Sebbene i modelli di intervento abbiano presentato significative differenze, si segnala come solo la Banca del Pireo sia stata interamente privatizzata, e ciò è avvenuto quasi un decennio dopo l'intervento pubblico⁵⁰. Le altre due istituzioni, invece, rimangono tuttora sotto il controllo statale. Alla luce di ciò, la presente analisi si propone di verificare, attraverso l'esame dei casi citati, il rispetto del requisito della temporaneità, considerato uno dei cardini dell'istituto in questione.

4.1 *Le ricapitalizzazioni di Banca Nazionale di Grecia e di Banca del Pireo*

Banca Nazionale di Grecia (BNG) e Banca del Pireo rappresentano due delle quattro principali banche greche, insieme a Eurobank e Alpha Bank⁵¹. Per fornire le coordinate fondamentali del contesto in cui ci muoviamo, è utile osservare che, al fine 2015 le due banche detenevano, congiuntamente, circa il 53% dei depositi bancari del paese⁵². Questo

⁴⁸ Banca commerciale fondata nel 1841 e quotata alla Borsa di Atene nel 1880, offre prodotti e servizi finanziari a clienti aziendali e istituzionali, nonché a clienti privati e commerciali. Per maggiori informazioni si veda NATIONAL BANK OF GREECE, *Our National Bank of Greece*, reperibile qui: <https://www.nbg.gr/en/group/activities/bank> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁴⁹ Banca commerciale fondata nel 1472, Monte dei Paschi di Siena è nota per essere la banca più antica del mondo ancora in funzione. Il Gruppo Montepaschi è attivo in tutta Italia e nei principali mercati finanziari internazionali con un'operatività incentrata sui tradizionali servizi bancari al dettaglio e commerciali e con una particolare attenzione alle famiglie e alle piccole e medie imprese. Il Gruppo opera attraverso proprie società specializzate in tutte le principali aree di business: leasing, factoring, corporate finance e investment banking. Per maggiori informazioni si veda GRUPPO MONTEPASCHI, *Presentazione*, reperibile qui: <https://www.gruppomps.it/en/about-us/presentation.html> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁰ REUTERS, *Greece's Piraeus Bank 1.4 bln stake sale secures strong demand*, reperibile qui: <https://www.reuters.com/markets/deals/greeces-bank-bailout-fund-initiates-stake-sale-piraeus-bank-2024-03-03/> [ultimo accesso 14/12/2024].

⁵¹ Per un'analisi più dettagliata si veda GHIBellini (nota 32), 164.

⁵² BANCA DEL PIREO, *Relazione finanziaria annuale 2015*, 8 ss., reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/~media/-Com/2015/Files/Investor-Relations/Financial-Data/Financial-Statements/Financial-Statements-2015/Annual->

dato, di per sé significativo, deve essere letto alla luce delle difficoltà strutturali che hanno caratterizzato il settore bancario greco in quegli anni: nonostante una prima ricapitalizzazione di €15.7 miliardi nel 2013, entrambe le banche hanno subito perdite rilevanti a causa del progressivo deterioramento dell'economia nazionale⁵³.

Nell'autunno del 2015, l'*asset quality review* e lo *stress test* condotti dalla Banca Centrale Europea hanno evidenziato una carenza di capitale di €4.4 miliardi nello scenario di base e di €14.4 miliardi nello scenario avverso per le quattro principali banche greche⁵⁴. Sebbene gli istituti di credito siano riusciti a raccogliere quantità significative di capitale sul mercato, BNG e Banca del Pireo hanno coperto solo la carenza di capitale relativa allo scenario di base. Per colmare il *deficit* relativo allo scenario avverso, le due banche hanno dunque chiesto una ricapitalizzazione precauzionale. Tale intervento è stato effettuato dal Fondo Ellenico di Stabilità Finanziaria ("HFSF"), una società veicolo ("SPV") di proprietà dello Stato greco creata per contribuire alla stabilizzazione del settore bancario greco durante la crisi del debito pubblico greco, i cui amministratori sono selezionati anche da

financial-report.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024]; Banca Nazionale di Grecia, *Relazione annuale 2015*, 12 ss., reperibile qui: <https://www.nbg.gr/-/jssmedia/Files/nbgportal/reports/migrated-data/files/english/the-group/investor-relations/financial-information/annual-interim-financial-statements/documents/annual-and-interim-financial-statements/financial-report-31-12-2015-en.pdf?rev=8f3856ad3e33452e8404beb5b221acd0> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.34824 (2012/C) - Ricapitalizzazione e ristrutturazione della National Bank of Greece S.A.*, para. 14; *Decisione SA.34826 (2012/C) - Sull'aiuto di Stato cui la Grecia ha dato esecuzione a favore del gruppo Piraeus Bank in relazione alla ricapitalizzazione e alla ristrutturazione di Piraeus Bank S.A.*, para. 15.

⁵⁴ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EU-wide stress testing 2014*, reperibile qui: <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014> [ultimo accesso: 29/10/2023]; B. MESNARD, A. MARGERIT, M. MAGNUS, *Precautionary recapitalisations under the Bank Recovery and Resolution Directive: conditionality and case practice*, in *Briefing for the European Parliament*, 2017, 3.

rappresentanti della Banca Centrale Europea, del Meccanismo Europeo di Stabilità e della Commissione Europea^{55 56}.

L'HFSF ha iniettato €2,7 miliardi in ciascuna delle due banche (per un importo totale di €5.4 miliardi) sottoforma di strumenti ibridi di capitale (CoCos) per il 75% dell'importo e di azioni ordinarie per il restante 25%⁵⁷. In particolare, i CoCos avevano le seguenti caratteristiche, identiche per entrambe le banche: (i) erano computabili come CET1 (interpretando in modo estensivo le regole sul capitale CET1⁵⁸); (ii) prevedevano il pagamento di una cedola pari all'8% del loro valore nominale, in contanti o in azioni a discrezione dell'emittente e che non potessero essere pagati dividendi sulle azioni ordinarie della banca se questa avesse deciso di non pagare interamente anche solo una cedola; (iii) gli strumenti erano di tipo "*conversion to equity*", con prezzo di conversione fissato a €0,3, pari al valore nominale delle azioni ordinarie⁵⁹; (iv) la banca aveva il diritto, ma non l'obbligo, di

⁵⁵ Legge 3864/2010, aggiornata da ultimo dalla Legge 5092/2024 FEK A 33/4.03.2024. Disponibile in inglese all'indirizzo: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/04/HFSF_LAW-3864_2010-04_03_2024_Unofficial-Codification_clean.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁶ Cfr. HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *History*, reperibile qui: <https://hfsf.gr/en/history/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁵⁷ Decisione SA.43364, para. 13; Decisione SA.43365, para. 30.

⁵⁸ Si veda l'articolo 26 CRR.

⁵⁹ Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.43365*, par. 31-38. Come è stato osservato da GHIBELLINI (nota 32), 167, Il fatto che la conversione dei CoCo avvenga al valore nominale anziché al prezzo di mercato rappresenta una caratteristica non conforme ai principi di mercato, suggerendo che i CoCo possano contenere una componente di regalo. Tale beneficio si concretizzerebbe al momento della conversione, qualora il valore di mercato risultasse inferiore al valore nominale. Inoltre, poiché i CoCo erano sottoscritti esclusivamente dall'HFSF e non erano liberamente negoziabili, la loro struttura potrebbe aver implicato ulteriori elementi di regalo, creando una potenziale distorsione. Questa configurazione sembra entrare in conflitto con il principio del "*no creditor worse off*" (NCWO) e potrebbe essere soggetta a richieste di recupero ai sensi della comunicazione sul settore bancario del 2008 e della comunicazione sulle proroghe del 2010. Tuttavia, l'eventuale necessità di un rimborso *ex post* risulterebbe particolarmente complessa, comportando il rischio di lunghi e costosi processi di contenzioso. Nella letteratura finanziaria, strumenti di questo tipo sono talvolta definiti *CoCos non diluitivi*, evidenziando la loro peculiarità rispetto agli strumenti tradizionali e le implicazioni normative e operative che ne derivano, cfr. J. HILSCHER, A. RAVIV, *Bank Stability and Market Discipline: The*

rimborsare i CoCos; (v) tali strumenti potevano essere trasferiti dall'HFSF a un altro soggetto, con il consenso della banca e dell'autorità di regolamentazione, come previsto dalla legge che disciplina l'HFSF (la "legge HFSF").

Particolarmente interessante, però, è la clausola relativa al meccanismo di conversione. Tale conversione, infatti, era prevista in tre circostanze: (a) in caso di mancato pagamento di due cedole annuali, anche non consecutive; (b) se il coefficiente CET1 della banca fosse sceso al di sotto del 7%; (c) su richiesta del detentore delle obbligazioni, dopo sette anni dalla loro emissione.

Ai fini del presente articolo, è importante esaminare le considerazioni della Commissione sulla temporaneità di tale intervento. Ad avviso della Commissione «*la natura temporanea dell'aiuto è garantita dal fatto che un'elevata percentuale dell'aiuto (75%) è concessa sotto forma di uno strumento di capitale rimborsabile, ossia i CoCos, nonché dall'obiettivo generale dello Stato greco di uscire dal capitale della Banca attraverso la privatizzazione*»⁶⁰. Allo stesso modo, la natura precauzionale della misura sussisteva nella misura in cui «*[l'aiuto iniettato] porterà alla creazione di buffer prudenziali nella Banca [e quindi] migliorerà la resilienza del suo bilancio e la capacità di resistere a potenziali shock macroeconomici avversi*»⁶¹. Tali affermazioni si sono rivelate almeno parzialmente corrette con riferimento alla natura precauzionale dell'aiuto, ma hanno certamente sottovalutato la complessità di garantire la natura temporanea del supporto pubblico.

Si noti che lo Stato greco non si è impegnato a disinvestire entro una data specifica ma, al contrario, la decisione della Commissione sembra considerare la natura ibrida del CoCos come *ex se* adatta a garantire la temporaneità dell'intervento⁶².

Non è stato possibile trovare alcun riferimento alla natura temporanea degli interventi nella "Legge sul Fondo Ellenico di Stabilità

Effect of Contingent Capital on Risk Taking and Default Probability, in *Journal of Corporate Finance*, 2014, 542.

⁶⁰ Decisione SA.43364, para. 168; decisione SA.43365, par. 177.

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² Nel caso di MPS, invece, l'Italia si è impegnata a vendere la propria partecipazione nella banca entro il 31 dicembre 2021, come illustrato nella sezione 4.2.

Finanziaria”, la legge fondamentale che regola il funzionamento di tale SPV⁶³. Solo nel 2015, un mese prima della concessione della ricapitalizzazione precauzionale, la legge è stata emendata inserendo, all’articolo 8, riferimenti alla dismissione della partecipazione statale⁶⁴. Un secondo emendamento a tale legge è intervenuto nel giugno 2022 e a riguardato l’inclusione, come nuova priorità dell’azione del Fondo «*l’effettiva dismissione di azioni o altri strumenti finanziari detenuti dagli istituti di credito, che si basa su una strategia di dismissione con uno specifico orizzonte temporale di attuazione definitiva e completa*»⁶⁵. Tale emendamento è stato accolto positivamente dalla Banca Centrale Europea⁶⁶. La stessa legge ha fissato la durata dell’HFSF al 31 dicembre 2025, data entro la quale dovranno essere realizzate tutte le dismissioni.

A seguito della ricapitalizzazione, entrambe le banche sono state sottoposte a una serie di restrizioni volte a contenere gli effetti distorsivi del sostegno finanziario pubblico. Anche se l’obiettivo di queste misure non è direttamente collegato a garantire la temporaneità dell’intervento, esse sono rilevanti in quanto, indirettamente, influenzano la redditività della banca e, quindi, la probabilità di una più rapida dismissione della quota di partecipazione pubblica. In particolare, la Commissione ha imposto a entrambe le banche alcune misure strutturali (riduzione del numero di filiali e di dipendenti, cessione da attività estere) e misure comportamentali volte a ridurre i costi e migliorare la *governance* aziendale (tetto alla remunerazione degli organi esecutivi, limiti all’acquisizione di titoli non *investment-grade*). Inoltre, il piano di ristrutturazione di BNG prevedeva esplicitamente la cessione di alcune filiali estere⁶⁷.

⁶³ *Supra* (nota 55).

⁶⁴ *Id.* articolo 8.

⁶⁵ *Id.* articolo 2.

⁶⁶ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Opinion on the divestment strategy, governance structure and special rights of the Hellenic Financial Stability Fund*, 11 maggio 2022, 1.

⁶⁷ Questo punto specifico è stato fondamentale per consentire alla banca di riscattare i CoCos un anno dopo. In particolare, BNG si è impegnata esplicitamente a vendere la propria partecipazione in Finansbank A.S. (pari al 99,81%) e a utilizzare l’eccedenza per riscattare gli strumenti ibridi, cfr. Decisione SA.43365, paragrafo 66. È da notare, tuttavia, che il rimborso sembra essere effettuato in deroga alle regole stabilite dall’articolo 52, paragrafo 1, lettera i), CRR.

Alla fine del 2015, il CET1 *ratio* di Banca Nazionale di Grecia era salito a 17,5%, rispettando così pienamente i requisiti normativi⁶⁸. A seguito dell'approvazione da parte dell'SSM e in base alla normativa vigente, il 15 dicembre 2016, BNG ha rimborsato completamente i CoCos, seguendo gli impegni contenuti nel suo piano di ristrutturazione emendato, approvato dalla Commissione il 4 dicembre 2015⁶⁹. A seguito del rimborso dei CoCos, il CET1 *ratio* del gruppo al 31 dicembre 2016 si è attestava al 16,3%, confermando così la solidità dei fondamentali dell'istituto⁷⁰. Anche dopo il rimborso, tuttavia, BNG è rimasta sotto il controllo pubblico a causa delle precedenti ricapitalizzazioni.

Banca del Pireo ha avuto una storia più travagliata. Nel 2020, la BCE ha bloccato il pagamento delle cedole sui CoCos, a causa di una violazione del *Combined Capital Buffer*⁷¹. Ciò ha implicato, per la seconda volta, il mancato pagamento di una cedola⁷², e ha fatto scattare la conversione dei CoCos in azioni ordinarie⁷³. Al momento, la

⁶⁸ BNG, *Relazione annuale* 2015, 9.

⁶⁹ HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *The Hellenic Financial Stability Fund returns €2bio to the Hellenic Republic following NBG's successful repayment of the CoCos*, 20 febbraio 2017, reperibile qui: <https://hfsf.gr/en/the-hellenic-financial-stability-fund-returns-e2bio-to-the-hellenic-republic-following-nbgs-successful-repayment-of-the-cocos/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁰ BNG, *Relazione annuale*, 2016, 70.

⁷¹ Si veda l'articolo 128 della Direttiva (UE) 2013/36 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento ("CRD"). In effetti, l'articolo 141 CRD equipara il pagamento delle cedole sugli strumenti AT1 al pagamento dei dividendi alle azioni ordinarie, entrambi vietati se la banca, così facendo, viola le riserve di capitale.

⁷² Banca del Pireo ha mancato il pagamento della prima cedola già nel 2018, al fine di «salvaguardare il capitale e costruire ulteriori buffer rispetto ai livelli dei requisiti patrimoniali», cfr. Banca del Pireo, *Relazione annuale* 2018, 16.

⁷³ NASDAQ, *Piraeus Bank misses CoCo bond coupon payment, bank rescue fund to raise stake*, 7 dicembre 2020, reperibile qui: <https://www.nasdaq.com/articles/piraeus-bank-misses-coco-bond-coupon-payment-bank-rescue-fund-to-raise-stake-2020-12-07> [ultimo accesso: 14/12/2024]. Ciò si riferisce alla raccomandazione della BCE del 20 marzo 2020, durante la pandemia COVID-19 le banche sono state invitate a non pagare dividendi o riacquistare azioni al fine di «conservare il capitale per mantenere la loro capacità di sostenere l'economia» e di «assorbire le perdite», cfr. Banca centrale europea, *Recommendation on dividend distributions during the COVID-19 pandemic*, 27 marzo 2020 [traduzione nostra].

decisione di bloccare il pagamento non è pubblica e non è dunque dato conoscere nei dettagli il motivo esatto di tale diniego; in ogni caso, esso ha fatto scattare la conversione dei CoCos e, di conseguenza, la partecipazione della Repubblica ellenica è salita dal 26,4% al 61,3%, causando una nazionalizzazione di fatto della banca⁷⁴. Lo Stato greco, per diluire la propria partecipazione al di sotto del 30% ha spinto per una nuova ricapitalizzazione nell'aprile 2021, attestando la propria quota al 27% del capitale di Banca del Pireo⁷⁵.

Nel settembre 2022, seguendo le modifiche intervenute alla legge HFSF, il Fondo ha indetto una gara d'appalto pubblica per selezionare un consulente in grado di predisporre un piano volto alla privatizzazione delle banche in suo possesso⁷⁶.

Il 4 marzo 2024, l'HFSH ha annunciato l'intenzione di vendere una parte della sua partecipazione (22%) in Banca del Pireo annunciando, pochi giorni dopo, l'intenzione di dismettere l'intera partecipazione. Il prezzo iniziale è stato fissato a €0,93 per azione, aumentato poi a €4,00 per azione⁷⁷. Tali azioni sono state assegnate a investitori istituzionali e *retail* greci per un importo massimo pari 20%, mentre il restante 80% è stato venduto a investitori istituzionali internazionali. Anche se non espressamente dichiarato, è possibile immaginare che il disinvestimento della partecipazione pubblica sia stato agevolato dalle

⁷⁴ BANCA DEL PIREO, *Comunicato stampa del 23 novembre 2020*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/-press-office/announcement/2020/11/announcement-23-11-2020> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁵ BANCA DEL PIREO, *Comunicato stampa del 16 marzo 2021*, reperibile qui: <https://www.piraeusholdings.gr/en/press-office/press-release/2021/03/announcement-16-3-2021> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁶ BUSINESS DAILY, *Banks being returned to private hands: The process and challenges*, 7 settembre 2022, reperibile qui: https://www.businessdaily.gr/english-edition/70112_banks-being-returned-private-hands-process-and-challenges [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁷⁷ HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND, *Announcement regarding the outcome of the offering by the Hellenic Financial Stability Fund of existing common, registered, dematerialized voting shares, listed on the regulated market of the Athens Stock Exchange, with a nominal value of €0.93 each in the share capital of Piraeus Financial Holdings S.A.*, reperibile qui: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2024/03/Outcome_Announcement.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024].

condizioni favorevoli create dall'aumento dei tassi di interesse, di cui ha beneficiato l'intero sistema bancario⁷⁸.

Banca Nazionale di Grecia, invece, è ancora partecipata dalla Repubblica ellenica con una quota pari al 18,39% del capitale della banca.

4.2 *La ricapitalizzazione di Monte dei Paschi di Siena*

Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) è la quinta banca italiana per dimensioni⁷⁹. A fine 2016, MPS aveva un bilancio attivo €153 miliardi, con le sue attività principali legate ai segmenti *retail* e piccole e medie imprese (PMI)⁸⁰.

La sottocapitalizzazione di MPS era un problema ben noto e durante la crisi del debito sovrano sono stati effettuati diversi tentativi di ricapitalizzazione dell'istituto⁸¹; nonostante i numerosi tentativi di intervento, in uno *stress test* condotto nel 2016 dall'Autorità bancaria europea MPS è risultata la peggiore tra le 51 istituzioni esaminate⁸².

Per rafforzare la propria posizione patrimoniale, l'istituto ha tentato senza successo di raccogliere €5 miliardi sul mercato e, nel 2016, ha

⁷⁸ In questo senso, BANCA DEL PIREO, *Relazione finanziaria annuale 2023*, 12; cfr. anche Banca del Pireo, *Relazione finanziaria semestrale*, 9, 11.

⁷⁹ BANCA D'ITALIA, *Identificazione dei gruppi bancari UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banco BPM e Monte dei Paschi di Siena*, reperibile qui: <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macropрудenziale/identificazione-20211119/index.html> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁸⁰ MONTE DEI PASCHI DI SIENA, *Relazione annuale*, 2016, 47.

⁸¹ Il primo intervento pubblico di sostegno è stato fornito già nel 2009, con la sottoscrizione dei cosiddetti "Tremonti bond" (una forma di strumenti ibridi) per €1.9 miliardi, finalizzati a sostenere il finanziamento all'economia reale e accompagnato da garanzie statali, mentre una seconda ricapitalizzazione è avvenuta nel 2013, per un importo complessivo di €4.1 miliardi. Tra il 2009 e il 2022 MPS è stata ricapitalizzata sette volte, il che rappresenta un chiaro segno del conflitto di interessi delle autorità pubbliche: i regolatori nazionali tenderanno sempre a salvare e proteggere le banche nazionali, incentivando così un'emersione ritardata della crisi.

⁸² EBA, *2016 EU-wide stress test*, 2016. Nello scenario avverso, il coefficiente patrimoniale CET1 *fully loaded* della banca si è ridotto da 12,07% a fine 2015 a -2,44% a fine 2018, con una riduzione di €10.1 miliardi. Nessun'altra banca partecipante ha registrato un patrimonio netto negativo. Il divario tra la posizione patrimoniale nello scenario di base e in quello avverso è stato di 14,25 punti percentuali, contro una media totale di 4,5.

chiesto una ricapitalizzazione precauzionale, approvata il 4 luglio 2017, per un importo totale di €8.1 miliardi. Tale ricapitalizzazione prevedeva la conversione e l'immediata diluizione degli obbligazionisti *junior* per €4.3 miliardi, un'iniezione di capitale di €3,9 miliardi da parte dello Stato italiano e l'erogazione di €1.5 miliardi per risarcire gli investitori *retail* vittime della vendita fraudolenta di strumenti finanziari di MPS⁸³.

Nel rispetto della normativa europea, ai fini della concessione della ricapitalizzazione, MPS è stata ritenuta solvibile dalla BCE al momento della ricapitalizzazione. Ciò ha rappresentato la base per la decisione della Commissione⁸⁴ che è stata successivamente impugnata davanti alla CGUE⁸⁵. In base a quanto previsto dal piano di ristrutturazione, lo

⁸³ Prima del conferimento, la condivisione degli oneri è stata attuata convertendo gli strumenti di debito subordinati in azioni ordinarie a tassi di conversione predefiniti e diluendo gli azionisti esistenti. Ai sensi dell'articolo 22, comma 4, del d.l. 237/2016, sono state annullate tutte le disposizioni relative ai diritti economici sulle azioni della banca o su altri strumenti di capitale soggetti a *burden-sharing* che ostacolavano il pieno riconoscimento delle azioni o degli strumenti di capitale come strumenti di CET1.

⁸⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.47677 (2017/N) - Nuovo aiuto e piano di ristrutturazione modificato di Banca Monte dei Paschi di Siena*, par. 128, 133. Gli altri dettagli della ricapitalizzazione sono i seguenti: secondo la Commissione, le perdite subite dalla banca dopo lo *stress test* erano già contabilizzate e quindi considerate “già sostenute”; di conseguenza, avrebbero dovuto essere imputate al patrimonio netto. Le “*perdite probabili*” sono state stimate in €4.4 miliardi, comprendendo (i) le perdite derivanti dalla cessione di crediti deteriorati, risultanti dalla differenza tra il valore contabile di tali attività e il loro prezzo di vendita stimato; e (ii) le perdite derivanti dall'ispezione in loco della BCE, che non si sovrapponevano al punto (i) o alle perdite derivanti dalla transazione sui crediti deteriorati e che quindi dovevano ancora essere contabilizzate dalla banca. Allo stesso tempo, la banca ha ceduto: (i) i proventi della vendita dell'attività di *merchant acquiring*; (ii) il capitale generato dalla conversione di strumenti di debito subordinati in azioni, ad esclusione di altre risorse private internamente disponibili. Inoltre, la riduzione del bilancio prevista nel piano di ristrutturazione della banca avrebbe contribuito a ridurre il suo fabbisogno di finanziamento. La Commissione ha imposto rimedi strutturali per limitare la distorsione della concorrenza, tra cui il ridimensionamento della banca in termini di attività totali, RWA, impronta geografica, filiali e personale e anche impegni comportamentali (e.g., il divieto di effettuare acquisizioni, di pubblicizzare gli aiuti di Stato e di attuare pratiche commerciali aggressive).

⁸⁵ Il caso è Braesch e altri contro la Commissione (T-161/18 e C 284/21 P). Braesch e altri hanno presentato ricorso contro la decisione della Commissione SA.47677 (2017/N) che autorizzava gli aiuti di Stato comprendenti, *inter alia*, il bail-

Stato italiano si è impegnato a cedere la propria partecipazione in MPS entro il 31 dicembre 2021. Tale data è stata inizialmente omessa nei documenti ufficiali, ma è diventata presto di dominio pubblico e a indubbiamente limitato le possibilità del governo italiano di rispettare il termine originariamente concordato⁸⁶.

A differenza di quanto fatto nei due casi sopra esaminati: (i) la Repubblica italiana non si è avvalsa di una società veicolo, ma ha

in degli azionisti e degli obbligazionisti non garantiti. Per un'analisi completa della decisione della Corte si veda P. Nicolaides, *The European Commission is not Responsible for the Bail-in of Investors in Banks*, 14th febbraio 2023, reperibile qui: <https://www.lexxion.eu/stateaidpost/the-european-commission-in-not-responsible-for-the-bail-in-of-investors-in-banks/> [ultimo accesso: 14/12/2024]. La Corte ha stabilito che la Commissione, nell'ambito della fase di esame preliminare ai sensi dell'articolo 108, paragrafo 3, TFUE, non può essere ritenuta responsabile delle perdite derivanti dal bail-in degli obbligazionisti non garantiti, in quanto tali misure sono state decise a discrezione e sotto la responsabilità dello Stato membro (parr. 73, 74) e semplicemente notificate alla Commissione (parr. 77, 80). La Commissione ha verificato la conformità dell'aiuto richiesto con la Direttiva 2014/59 e ha controllato che le misure di condivisione degli oneri fossero adeguate a limitare l'aiuto al minimo indispensabile per la ricapitalizzazione della banca. Tuttavia, non è stato richiesto di verificare se le misure di condivisione degli oneri decise dallo Stato membro violassero i diritti degli obbligazionisti, poiché qualsiasi violazione dei loro diritti non deriverebbe dall'aiuto in sé, ma dal piano di ristrutturazione proposto dallo Stato membro. In questo senso, in una fase di esame preliminare, la Commissione non ha il potere di imporre o vietare alcuna azione agli Stati membri (par. 72), di conseguenza questi ultimi sono sempre liberi di elaborare un piano senza *burden-sharing*, «correndo il rischio» di veder respinta la loro proposta. Ne consegue che qualsiasi sanzione derivante da un uso improprio dell'aiuto (ad esempio, una deviazione dal piano di ristrutturazione) è giustificata nella misura in cui tale deviazione non è inclusa nelle misure notificate e, di conseguenza, non è coperta dall'autorizzazione della Commissione (quindi, non deriva dalla violazione di un obbligo imposto dalla Commissione). Questa decisione è particolarmente rilevante, in quanto solleva la Commissione da qualsiasi responsabilità per i danni derivanti dall'attuazione di un piano di ristrutturazione che limita o annulla i diritti degli azionisti e degli obbligazionisti non garantiti, circoscrivendo l'ambito del giudizio di compatibilità che la Commissione deve effettuare quando valuta un piano di ristrutturazione. In questo modo, fornisce un forte incentivo alla Commissione per garantire la credibilità del *bail-in* e del coinvolgimento del settore privato, contribuendo così all'efficienza complessiva del sistema.

⁸⁶ Si veda FINANCIAL TIMES, *Talks over UniCredit's acquisition of Monte dei Paschi hit impasse*, 18 ottobre 2021, reperibile qui: <https://www.ft.com/content/64a9b39e-d9df-4410-937b-859a0ab4c20e> [ultimo accesso: 14/12/2024].

effettuato la ricapitalizzazione direttamente attraverso il proprio Ministero dell'Economia e delle Finanze e (ii) ha ricevendo in cambio dell'iniezione esclusivamente azioni ordinarie.

Come nei casi precedenti, anche nella ricapitalizzazione di MPS la Commissione a imposto alcune misure volte a limitare distorsioni concorrenziali, tra cui un ridimensionamento in termini di attività totali, dimensione geografica delle operazioni dell'istituto, dismissione di filiali e personale. In aggiunta, la Commissione ha imposto alcuni obblighi comportamentali (*i.e.*, il divieto di effettuare acquisizioni, di attuare pratiche commerciali aggressive e di pagare dividendi, oltre a un tetto massimo per la remunerazione degli organi esecutivi)⁸⁷. Come vedremo più avanti, in questo caso l'attuazione del piano di ristrutturazione ha portato a un aumento di capitale che ha, *de facto*, distrutto il valore della banca.

Dopo la conclusione della ricapitalizzazione, MPS ha vissuto un periodo di bassi profitti, che si sono ripresi nell'anno immediatamente successivo all'adozione di tali misure, per poi calare nuovamente nel 2019.

Dopo vari tentativi di vendita della partecipazione pubblica in MPS (nessuno dei quali andato a buon fine⁸⁸) e con l'avvicinarsi della scadenza originariamente fissata per la dismissione della propria partecipazione, lo Stato italiano ha chiesto una revisione degli impegni assunti nel 2017, chiedendo anche una proroga della scadenza per la cessione della propria quota in MPS⁸⁹.

⁸⁷Secondo la decisione della Commissione, in caso di cessione della partecipazione pubblica, si sarebbero applicati solo i seguenti impegni: il divieto di una strategia commerciale aggressiva agevolata dall'aiuto di Stato, la chiusura di specifiche filiali estere e una serie di limiti operativi sui mercati finanziari, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.103450 (2022/N) - Italia Banca Monte dei Paschi di Siena - Seconda modifica all'elenco degli impegni relativi all'aiuto concesso a Banca Monte dei Paschi di Siena nel 2017*, 9.

⁸⁸ In particolare, il governo di Mario Draghi ha cercato di vendere la banca a un unico acquirente, UniCredit spa. Tuttavia, dopo mesi di trattative, lo Stato italiano e l'istituto non sono riusciti a trovare un accordo: la maggior parte delle divergenze è nata dalle diverse opinioni sulla quantità di capitale che lo Stato avrebbe dovuto immettere in MPS prima della vendita: UniCredit ha chiesto una ricapitalizzazione di €7 miliardi (inferiore ai 10 miliardi inizialmente richiesti), contro una previsione dello Stato di €2,5-5 miliardi. Si veda Financial Times, (nota 77) [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁸⁹ Si veda la Decisione SA.47677, para. 50.

Nell'agosto del 2022, la Commissione Europea ha approvato una serie di modifiche agli impegni assunti in relazione agli aiuti concessi a MPS nel 2017, prorogandone contestualmente la scadenza originaria⁹⁰. Nel richiedere tali modifiche, le autorità italiane hanno espressamente imputato l'impossibilità di rispettare gli impegni esistenti entro la fine del periodo di ristrutturazione a circostanze contingenti, aggravate dallo scoppio della pandemia COVID-19 e dal conseguente deterioramento dell'economia italiana ed europea⁹¹.

Nel concedere la proroga, la Commissione ha sottolineato che «l'aiuto sotto forma di ricapitalizzazione precauzionale [...] era di natura temporanea, come garantito dal fatto che le autorità italiane si sono impegnate a cedere tutte le loro azioni della Banca entro il [omissis]»⁹². La Commissione ritiene che la proroga del periodo di ristrutturazione al [omissis] e la proroga del termine [...] per la cessione da parte dello Stato delle azioni acquisite a seguito della ricapitalizzazione precauzionale non incidano sulla valutazione della natura temporanea dell'aiuto. In particolare, la Commissione osserva che la proroga è limitata nel tempo e proporzionata all'obiettivo di completare il processo di ristrutturazione»⁹³.

Tale affermazione è soggetta a diverse interpretazioni. Indipendentemente dal giudizio sull'operato dello Stato italiano e della Commissione, resta incontestabile che l'applicazione della clausola di temporaneità si riveli, nei fatti, limitata e problematica. Questa constatazione assume rilevanza più ampia, incidendo tanto sulla

⁹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Decisione SA.103450 (2022/N) Banca Monte dei Paschi di Siena - Seconda modifica all'elenco degli impegni relativi all'aiuto concesso a Banca Monte dei Paschi di Siena nel 2017*. Si noti che il 13 ottobre il Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano, interrogato sulla privatizzazione del Monte dei Paschi di Siena, ha dichiarato che «non c'è una data da cui dipendiamo», cfr. REUTERS, *Italy not tied to any deadline to exit Monte Paschi, FinMin says*, 13 ottobre 2023, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/italy-not-tied-any-deadline-exit-monte-paschi-economy-minister-says-2023-10-13/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁹¹ Decisione SA.103450, paragrafo 22.

⁹² *Id.* par. 55.

⁹³ *Id.* par. 56.

credibilità quanto sulla praticabilità politica dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale in contesti analoghi⁹⁴.

Nel novembre 2022, l'istituto ha effettuato con successo una nuova ricapitalizzazione di €2.5 miliardi, necessaria per attuare il piano di ristrutturazione e rafforzare la posizione patrimoniale della banca⁹⁵. Questa è stata la settima ricapitalizzazione in 14 anni e ha fortemente diluito la posizione degli azionisti esistenti, compresa quella dello Stato italiano come azionista principale e di controllo. Prima della ricapitalizzazione, il prezzo di un'azione ammontava a circa 4-5 euro e, inseguito all'operazione, si è stabilizzato attorno a €1-2⁹⁶.

A seguito dell'incremento dei tassi di interesse, tra novembre 2023 e marzo 2024 lo Stato italiano è riuscito a cedere una parte della propria

⁹⁴ Un chiaro esempio della mancanza di credibilità della misura è ben rappresentato dal caso di Banca Carige. Carige è una piccola banca regionale. Il *Comprehensive Assessment* del 2014 condotto dalla BCE, ha evidenziato una carenza di capitale di €1.83 miliardi insieme a un CET1 ratio del 2,3% nello scenario di base dello *stress test*. Tra dicembre 2014 e settembre 2018 la banca ha subito perdite per circa €1,6 miliardi, con ulteriori perdite per €189 milioni registrate nei primi nove mesi del 2018. La sua redditività è stata indebolita dal deterioramento della qualità degli attivi e dalla diminuzione dei proventi operativi netti. Nel 2018 la banca ha fallito anche lo *stress test* della BCE, mostrando un significativo esaurimento del capitale nello scenario avverso entro la fine del 2020. A fine settembre 2018, la banca ha registrato coefficienti patrimoniali inferiori ai requisiti patrimoniali del processo di revisione e valutazione prudenziale imposti dalla BCE. In questo scenario, le autorità italiane hanno cercato di spingere per una ricapitalizzazione precauzionale (che non ha mai avuto luogo, ma è stata autorizzata dal parlamento italiano con l'approvazione del d.l. 1/2019). Dopo la nomina di tre amministratori temporanei e diversi tentativi falliti di ricapitalizzazione dell'istituto, alla fine di luglio 2019 è stato approvato uno schema di salvataggio con l'intervento di un consorzio interbancario (il FITD), due banche di proprietà dello Stato (Cassa Mediocredito Centrale e Istituto Credito Sportivo) e gli azionisti di Carige.

⁹⁵ REUTERS, *Monte dei Paschi capital talks enter final stretch after Italy vote*, 27 settembre 2022, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/monte-dei-paschi-capital-talks-enter-final-stretch-after-italy-vote-2022-09-26/> [ultimo accesso: 14/12/2024].

⁹⁶ Dati reperibili qui: <https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borsa-italiana/dettaglio-completo/BMPS.MI> [ultimo accesso: 14/12/2024].

partecipazione nel Monte dei Paschi di Siena⁹⁷. Nonostante ciò, lo Stato continua a detenere una quota significativa della banca, pari al 26,7%.

In questo contesto, emergono tre aspetti di particolare interesse. I primi due riguardano i fattori che, secondo lo Stato italiano, avrebbero ostacolato una cessione tempestiva. Da un lato, il fallimento delle trattative con investitori privati, reso più complesso dall'approssimarsi della scadenza per la dismissione e dall'emersione di informazioni riservate che hanno limitato le opzioni negoziali. Dall'altro, l'impatto della pandemia globale di COVID-19, che ha ulteriormente aggravato il quadro macroeconomico. A ciò si aggiunge l'effetto positivo generato dall'aumento dei tassi di interesse, che ha facilitato la cessione parziale della partecipazione statale.

Questi elementi forniscono una chiara indicazione delle carenze dell'attuale quadro normativo, il quale non sembra in grado di considerare adeguatamente i fattori che influenzano la tempistica del disinvestimento. Ne consegue che l'effettiva operatività della clausola di "temporaneità" dipende, in larga misura, da circostanze fortuite, piuttosto che da un'effettiva capacità di pianificazione e gestione strutturata.

5. I fattori rilevanti nelle ricapitalizzazioni precauzionali

Le ricapitalizzazioni precauzionali sono un elemento di tensione nell'ordinamento europeo, sotto numerosi punti di vista: da un lato, rappresentano un importante elemento di flessibilità nel rigido quadro di risoluzione delle crisi stabilito dall'Unione bancaria; dall'altro, sono facilmente utilizzate in modo opportunistico dagli Stati nazionali, possono facilmente distorcere la concorrenza e creare problemi di azzardo morale, se non correttamente implementate.

Questa tensione appare indicativa di un orientamento dominante nell'attuale ordinamento giuridico, prevalentemente "rivolto

⁹⁷ REUTERS, *Italy raises \$1 bln from Monte dei Paschi's 25% stake sale*, reperibile qui: <https://www.reuters.com/business/finance/italy-starts-sale-20-monte-dei-paschi-stake-investors-2023-11-20/> [ultimo accesso: 3/08/2024]; Bloomberg, *Italy Sells 12.5% of Monte Paschi for About €650 Million*, disponibile all'indirizzo: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-26/italy-starts-12-5-sale-of-paschi-in-accelerated-book-building?embedded-checkout=true> [ultimo accesso: 14/12/2024].

all'indietro" e concentrato in misura prevalente sui limiti entro cui è possibile erogare gli aiuti di Stato. Tale impostazione, riscontrabile anche nella proposta di riforma CMDI, mira principalmente a ridurre l'impiego di fondi pubblici e, conseguentemente, il rischio di azzardo morale.

Tuttavia, se si assume come obiettivo la prevenzione di distorsioni della concorrenza, il nodo giuridico si rivela ben più complesso. Esso richiede infatti di affrontare non solo le condizioni per l'erogazione degli aiuti, ma anche le ragioni strutturali che rendono il disinvestimento così difficile da attuare.

A tal proposito, i dati mostrano che, in molti paesi, le partecipazioni pubbliche in singole banche oggetto di intervento rimangono significative anche un decennio dopo l'intervento originario⁹⁸. Questo aspetto non può essere considerato marginale, poiché gli interventi pubblici nel settore bancario sollevano almeno tre ordini di problemi.

In primo luogo, tali interventi comportano l'impiego di ingenti risorse finanziarie provenienti dai contribuenti, con conseguenti implicazioni per la finanza pubblica. In secondo luogo, essi alterano il normale funzionamento del mercato, compromettendo la capacità dei prezzi di riflettere in modo trasparente il valore delle attività e i flussi finanziari.

Infine, le banche a controllo pubblico si rivelano spesso vulnerabili a pressioni di natura politica e tendono a perseguire finalità diverse dalla massimizzazione del profitto. Tale condizione può tradursi non solo in una riduzione della redditività complessiva, ma anche in una propensione eccessiva al rischio, con potenziali ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario⁹⁹.

Il presente paragrafo si propone di analizzare i fattori chiave che potrebbero contribuire a una più efficace applicazione dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale. In particolare, l'attenzione si concentra su quelle condizioni che possono agevolare il disinvestimento della partecipazione statale nella banca ricapitalizzata, sia attraverso operazioni di fusione che tramite modalità alternative. In questo modo, si mira a garantire il rispetto del principio di temporaneità, che costituisce uno dei pilastri fondamentali dello strumento in esame

⁹⁸ DELL'ARICCIA *ET AL.*, (nota 12).

⁹⁹ DELL'ARICCIA *ET AL.* (nota 12), 214.

5.1 *La solvibilità dell'ente*

Il primo elemento cruciale per un'applicazione corretta delle ricapitalizzazioni precauzionali risiede nella solvibilità dell'istituzione interessata. Le banche solvibili dovrebbero essere mantenute operative attraverso interventi mirati, come aiuti di liquidità o, in casi circoscritti, ricapitalizzazioni precauzionali¹⁰⁰. Al contrario, le banche insolventi dovrebbero essere rimosse dal mercato mediante procedure di risoluzione o liquidazione. Come già evidenziato, tuttavia, l'accertamento della solvibilità di una banca presenta notevoli complessità. Nonostante l'utilizzo di strumenti tecnici avanzati, quali l'*asset quality review* e gli *stress tests*, la valutazione degli attivi bancari rimane problematica. Questi ultimi si caratterizzano per la loro opacità, la tendenza alla prociclicità e la difficoltà intrinseca nel determinarne il valore in maniera accurata e tempestiva¹⁰¹.

Un ulteriore elemento critico è rappresentato dal disallineamento attualmente esistente tra il concetto di "*solvibilità*" rilevante ai fini della ricapitalizzazione precauzionale e quello di "*dissesto o rischio di dissesto*" rilevante ai fini della risoluzione. Questa discrepanza, che non appare giustificata da una ragione sostanziale, rischia di generare distorsioni nell'applicazione dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale¹⁰². Intuitivamente, si potrebbe ritenere che la soglia per la concessione di una ricapitalizzazione precauzionale debba essere pari o addirittura superiore a quella prevista per l'avvio di una procedura di risoluzione. Tuttavia, manca chiarezza normativa in proposito, e ciò contribuisce a rendere incerto il quadro applicativo dello strumento in questione.

Pertanto, in considerazione della difficoltà di verificare con precisione lo stato reale di una banca, si rende necessario individuare

¹⁰⁰ W. BAGEHOT, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londra, 1873.

¹⁰¹ Sulle criticità del *Comprehensive Assessment* si vedano S. STEFFEN, *Robustness, validity, and significance of the ECB's asset quality review and stress test exercise*, in *SAFE White Paper*, 2014; E. BARUCCI, R. BAVIERA, C. MILANI, *The Comprehensive Assessment: What lessons can be learned?*, in *The European Journal of Finance*, 2018, 1253.

¹⁰² VÉRON (nota 27), 11-12.

alcuni indicatori in grado di approssimare una valutazione affidabile, garantendo che gli aiuti vengano erogati esclusivamente a istituzioni solvibili ma sottocapitalizzate.

Seguendo questa prospettiva, il risultato di uno stress test nello scenario di base assume un ruolo cruciale. Se una banca risulta sottocapitalizzata anche in tale scenario, non vi è certezza che possa legittimamente beneficiare di una ricapitalizzazione precauzionale. In tal caso, la banca dovrebbe essere avviata alla risoluzione – qualora tutti i requisiti previsti dalla normativa siano soddisfatti – a meno che la violazione dei requisiti patrimoniali non sia chiaramente temporanea e gestibile. Questa affermazione rende necessaria una migliore contestualizzazione del concetto di “scenario base” in uno stress test. Lo scenario di base rappresenta “*un insieme di condizioni economiche e finanziarie che è generalmente coerente con la proiezione di un probabile percorso delle condizioni economiche e finanziarie future*”¹⁰³. Pertanto, è ragionevole sostenere che l’incapacità di una banca di soddisfare i requisiti patrimoniali previsti dallo scenario base, senza poter colmare il *deficit* attraverso fonti private o senza disporre di garanzie di alta qualità sufficienti per accedere al sostegno alla liquidità della banca centrale, costituisce un indicatore significativo. Tale condizione segnala con elevata probabilità che l’istituto potrebbe violare i requisiti patrimoniali nel prossimo futuro e, di conseguenza, essere considerato a rischio di fallimento.

Nel silenzio della legge, questa interpretazione può essere controversa e sicuramente non è maggioritaria¹⁰⁴. Tuttavia, la ricapitalizzazione precauzionale rappresenta una misura eccezionale concepita come elemento di flessibilità in un quadro volto a limitare al massimo l’uso di fondi pubblici nel salvataggio delle banche. Pertanto, un’interpretazione restrittiva della norma sembra giustificata.

D’altro canto, nel caso in cui una banca non superi lo scenario avverso, è fondamentale che essa tenti innanzitutto di rafforzare la propria posizione patrimoniale mediante risorse proprie, ricorrendo, ad esempio, alla conversione del debito o alla raccolta di capitale sul

¹⁰³ P. BAUDINO ET AL., *Stress-testing banks - a comparative analysis*, in *FSI Insights on Policy Implementation*, 2018, 6.

¹⁰⁴ *Ibidem*.

mercato. Solo dopo aver esaurito tali opzioni, potrebbe essere considerata idonea per una ricapitalizzazione precauzionale.

Dal punto di vista funzionale, questa impostazione implica che la ricapitalizzazione precauzionale debba essere riservata a istituti che, con un ragionevole grado di fiducia, possano essere considerati lontani dall'insolvenza. Questo requisito costituisce un elemento cruciale per garantire che l'intervento pubblico rimanga effettivamente temporaneo, preservando così la credibilità e l'efficacia dello strumento.

5.2 *Il tempismo delle ricapitalizzazioni precauzionali*

In relazione alla solvibilità della banca, un ulteriore elemento centrale per assicurare la natura temporanea della ricapitalizzazione precauzionale è rappresentato dalla tempistica dell'intervento. La corretta individuazione del momento in cui agire costituisce una questione cruciale, particolarmente evidente nei casi di bancarotta e riorganizzazione. Questo problema, tuttavia, non è esclusivo del settore finanziario, ma rappresenta una sfida strutturale che accomuna molteplici ambiti economici¹⁰⁵. Nel settore bancario, questa problematica è ulteriormente amplificata dal ruolo determinante delle aspettative. Le banche, infatti, operano e prosperano in quanto percepite come solide dai depositanti e dagli investitori. Tale fiducia si fonda sull'assunto che gli attivi delle banche siano solidi e che, di conseguenza, gli altri depositanti non procederanno improvvisamente a ritirare importi superiori alla media. Questo delicato equilibrio delle aspettative rappresenta uno degli elementi distintivi, ma anche più vulnerabili, del sistema bancario¹⁰⁶. Tuttavia, non appena le aspettative iniziano a deteriorarsi, la crisi può rapidamente evolvere in una crisi di fiducia, mettendo in dubbio la solidità dell'istituto. Questo deterioramento può tradursi in una crisi di liquidità, con depositanti e investitori che cercano simultaneamente di ritirare i propri fondi,

¹⁰⁵ Si veda, ad esempio, L. STANGHELLINI, *Director's Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the 'Recapitalize or Liquidate' Rule*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, 2011, 733.

¹⁰⁶ Questo è il principio base del modello bancario classico proposto in D.W. DIAMOND, P.H. DYBVIK, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in *Journal of Political Economy*, 1983, 401.

esaurendo così le riserve disponibili. La conseguente pressione finanziaria può infine sfociare in una crisi di solvibilità, determinando il collasso dell'istituto¹⁰⁷.

In tale contesto, la ricapitalizzazione precauzionale deve essere attuata con sufficiente tempestività, per due ragioni tra loro correlate ma distinte. In primo luogo, il fallimento di uno *stress test* nello scenario avverso comporta una compromissione immediata delle aspettative di solidità dell'istituto, poiché il mercato assimila rapidamente tale informazione, che ha natura pubblica. Di conseguenza, quanto più tempo intercorre tra il riconoscimento del *deficit* patrimoniale e la ricapitalizzazione, tanto maggiore sarà il deterioramento della posizione dell'istituto, rischiando di far perdere alla ricapitalizzazione il suo carattere “precauzionale” e trasformandola, di fatto, in un salvataggio di una banca già insolvente.

In secondo luogo, la stessa richiesta di una ricapitalizzazione precauzionale può innescare un processo autodistruttivo, portando l'istituto verso l'insolvenza. Questo rischio si materializza soprattutto quando l'aiuto viene concesso con ritardo, sia perché il riconoscimento del *deficit* avviene tardivamente, sia perché i negoziati sulle modalità dell'intervento – inclusi i correttivi richiesti per garantire la concorrenza – lasciano la banca in una condizione di incertezza prolungata.

Tale incertezza può avere effetti profondamente destabilizzanti, rendendo la ricapitalizzazione inefficace nel ristabilire la fiducia e, al tempo stesso, aumentando la probabilità che siano necessarie ulteriori iniezioni di capitale in futuro. In questo senso, un intervento tardivo non solo compromette l'efficacia dello strumento, ma ne mina anche la capacità di garantire la stabilità dell'istituto e del sistema nel suo complesso.

Ciò è accaduto nel caso di MPS, quando la banca ha violato i requisiti patrimoniali in attesa che venisse concordata una soluzione di salvataggio¹⁰⁸. Un aspetto particolarmente critico emerso durante le

¹⁰⁷ M.K. BRUNNERMEIER, L.H. PEDERSEN, *Market Liquidity and Funding Liquidity*, in *Review of Financial Studies*, 2009, 2201.

¹⁰⁸ MPS ha violato i requisiti minimi di capitale ai sensi dell'art. 92 CRR nel primo semestre del 2017, quando la banca aveva un CET1 ratio pari a 1,5% e un *Total capital ratio* pari a 2,8%. Cfr. MPS, *Relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2017*,

trattative per la condivisione degli oneri dei debitori subordinati riguarda l'insistenza della Commissione sulla necessità di un'applicazione immediata del *burden-sharing*. Questa posizione potrebbe, infatti, complicare ulteriormente la possibilità di attuare soluzioni private.

Gli investitori privati interessati a partecipare a un piano di ricapitalizzazione potrebbero essere scoraggiati dalla consapevolezza che, qualora il finanziamento privato risultasse insufficiente, il *deficit* residuo verrebbe colmato attraverso l'attivazione di un *bail-in* oppure, in presenza di rischi per la stabilità finanziaria, mediante l'impiego di fondi pubblici. Tale scenario rischia di innescare una dinamica di disincentivazione, riducendo ulteriormente la disponibilità del capitale privato e complicando la realizzazione di piani di raccolta di capitali indispensabili per stabilizzare l'istituto¹⁰⁹.

Un ulteriore aspetto critico, strettamente legato alla tempistica degli interventi, risiede nella difficoltà di distinguere tra uno stato di illiquidità di una banca e un problema di solvibilità. Questa distinzione, tutt'altro che agevole, assume particolare rilievo nel contesto bancario, dove le vulnerabilità di liquidità possono manifestarsi ben prima che una crisi conclamata dia origine a una corsa agli sportelli.

Le banche, infatti, sono strutturalmente esposte a rischi di illiquidità, che, se non affrontati con interventi tempestivi e adeguati, possono rapidamente degenerare, alimentando una spirale negativa che compromette non solo la stabilità dell'istituto, ma anche quella

reperibile qui: https://www.gruppomps.it/static/upload/_con/consolidated_half-year_report_2017.pdf [ultimo accesso: 14/12/2024]. Ci sono voluti mesi per raggiungere un accordo tra la Commissione, la Banca Centrale Europea e il governo italiano, durante i quali la posizione di liquidità della banca si è gravemente deteriorata. Più precisamente, la carenza di capitale della banca è stata annunciata nel luglio 2016; in autunno la banca ha cercato di farvi fronte con un'operazione di mercato non riuscita che ha portato, prima di Natale 2016, alla richiesta di una ricapitalizzazione precauzionale al governo italiano. Il 23 dicembre 2016 il governo italiano ha approvato un decreto che consentiva a MPS di beneficiare del pacchetto di salvataggio da €20 miliardi approvato il 21 dicembre 2016, ma la misura di aiuto è stata approvata solo il 4 luglio 2017.

¹⁰⁹ Si veda C. HADJEMMANUIL, *Monte dei Paschi: A Test for the European Policy Against Bank Bailouts*, 2 maggio 2017, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile qui: <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/05/monte-dei-paschi-test-european-policy-against-bank-bailouts> [ultimo accesso: 14/12/2024].

dell'intero sistema finanziario¹¹⁰. Tali vulnerabilità sono spesso associate a un riconoscimento tardivo delle perdite che porterebbe a una sottocapitalizzazione dell'istituto¹¹¹. Tuttavia, gli incentivi di tutti gli attori interessati – la banca, i creditori e le autorità di vigilanza – tendono ad allinearsi nel senso di ritardare tale riconoscimento, temendo la reazione negativa del mercato¹¹².

Inoltre, occorre tenere conto del fatto che le autorità di vigilanza e di risoluzione dispongono di un accesso limitato ai dati e ai conti dell'istituto. Questo limite è aggravato da pregiudizi cognitivi e dalla natura prevalentemente storica delle informazioni ricevute. La possibilità di effettuare una valutazione completa è ulteriormente vincolata dalla pressione temporale, nonché dagli incentivi prevalenti per le banche, che tendono a massimizzare il riconoscimento dei guadagni e a rinviare il riconoscimento delle perdite.

La complessità della situazione è ulteriormente amplificata dalla difficoltà di quantificare con precisione l'entità del *deficit* di capitale dell'istituto e di determinare in che misura esso sia attribuibile a perdite passate. Tale sfida potrebbe essere affrontata più efficacemente

¹¹⁰ Questo meccanismo è emerso anche nel caso di Silicon Valley Bank, vedi E. Perotti (nota. 10).

¹¹¹ I legami tra liquidità e solvibilità nel contesto della risoluzione delle crisi sono stati evidenziati da W.G. RINGE, *Bail-In between Liquidity and Solvency*, in *Am. Bankr. L. J.*, 2018, 18-19. Ringe, nel suo articolo, fa riferimento allo strumento del *bail-in*, il cui utilizzo dovrebbe essere anticipato. L'argomentazione può essere fatta anche per la ricapitalizzazione precauzionale, anche se – ovviamente – gli strumenti differiscono per condizioni di applicazione e natura.

¹¹² N. MARTYNOVA, E. PEROTTI (nota 6). A tal proposito, è particolarmente interessante la posizione assunta dal Tribunale dell'Unione europea nella recente causa T-134/21 ("*Malacalza Investimenti srl e Vittorio Malacalza contro Banca centrale europea*"). L'azione era stata promossa da alcuni azionisti della banca con l'obiettivo di ottenere il risarcimento dei danni subiti in conseguenza dell'attività di vigilanza della BCE su Banca Carige. La sentenza ha affrontato il tema della responsabilità extracontrattuale della BCE in materia di vigilanza prudenziale sugli istituti di credito, affermando che, nella sua attività di vigilanza, la BCE è investita del potere/dovere di perseguire interessi pubblici. In questo senso, l'attuale quadro giuridico non conferisce ai singoli diritti tali da fondare una richiesta di responsabilità extracontrattuale, ai sensi del diritto dell'UE. Questa sentenza va accolta con favore, in quanto definisce meglio i poteri discrezionali dell'autorità competente di intraprendere azioni decisive e di agire preventivamente nella crisi. In tal modo, fornisce anche un incentivo alla BCE nell'esercizio di tali poteri, adattandoli alle esigenze specifiche dell'istituzione finanziaria.

introducendo procedure armonizzate per la valutazione dei crediti deteriorati (NPL) e implementando sistemi rigorosi per il riconoscimento tempestivo delle perdite e l'accantonamento del capitale. Queste misure contribuirebbero a migliorare significativamente l'affidabilità delle valutazioni e la capacità di intervenire in modo tempestivo e proporzionato.

Le considerazioni precedenti, insieme al fatto che, come è stato osservato, ai tempi di Bagehot *“arginare il panico spettava al prestatore di ultima istanza, ora questo compito è stato assegnato alle autorità di risoluzione”*, e che *“i confini tra un temporaneo ostacolo di liquidità e un serio problema di solvibilità stanno diventando sempre più sfumati”*¹¹³, suggeriscono che le ricapitalizzazioni precauzionali debbano intervenire precocemente nella crisi.

Quantificare con esattezza il grado di precocità è un compito che, per sua natura, non consente soluzioni univoche, anche a causa dell'imperfezione intrinseca di qualsiasi metrica utilizzata per misurare il livello di crisi di un'istituzione bancaria¹¹⁴. Tuttavia, ciò implica che la normativa, e in particolare la legislazione primaria, debba conferire alle autorità competenti un mandato chiaro e ben definito in merito. Nell'ambito di tale mandato alle autorità di vigilanza dovrebbe essere riconosciuta un'ampia discrezionalità nell'applicazione degli strumenti disponibili, tenendo conto delle caratteristiche specifiche dell'istituto e del contesto della crisi. In quest'ottica, riteniamo che nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) le autorità competenti non solo debbano garantire la solidità complessiva del sistema bancario, ma debbano anche essere investite del potere di agire preventivamente, specialmente in presenza di segnali di crisi precoce.

Tale approccio richiede che le autorità siano in grado di selezionare e modulare le forme di intervento, adattandole alla specificità della crisi e alle caratteristiche della banca, con l'obiettivo ultimo di facilitare un disinvestimento tempestivo e coerente con il principio di temporaneità.

5.3 *Gli strumenti delle ricapitalizzazioni precauzionali*

¹¹³ W.G. RINGE (nota 111), 22.

¹¹⁴ H.S. SHIN, *Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators*, in IMF Working Paper, 2013, 1.

La normativa vigente consente la ricapitalizzazione precauzionale mediante l'iniezione di fondi propri o l'acquisto di "strumenti di capitale". Di conseguenza, non è necessario – e probabilmente non è auspicabile – che l'apporto di capitale si realizzi necessariamente mediante l'acquisto di azioni ordinarie.

Come analizzato nella sezione precedente, nei casi di Banca Nazionale di Grecia e Banca del Pireo, il Fondo Ellenico di Stabilità Finanziaria ha effettuato la ricapitalizzazione utilizzando obbligazioni convertibili. La Commissione Europea ha espresso una valutazione favorevole sull'impiego dei CoCos in tali interventi, ritenendoli un meccanismo particolarmente idoneo a garantire la temporaneità della ricapitalizzazione precauzionale. Questo giudizio riflette la natura flessibile dei CoCos, che consentono di combinare la stabilizzazione della banca con la possibilità di un successivo disinvestimento statale in tempi ragionevolmente brevi¹¹⁵.

Pertanto, diversi autori hanno individuato nei CoCos uno strumento patrimoniale particolarmente adatto a preservare la natura temporanea delle ricapitalizzazioni precauzionali¹¹⁶. Tuttavia, questa soluzione non è esente da rischi e presenta numerosi ostacoli¹¹⁷.

In positivo, i CoCos con un elevato punto di conversione (*trigger*) di capitale offrono il vantaggio di consentire una rapida ricapitalizzazione di una banca sottocapitalizzata¹¹⁸. Inoltre, i CoCo possono essere richiamati dalla banca – previa autorizzazione dell'Autorità competente – qualora l'istituto sia in grado di sostituirli con strumenti di capitale

¹¹⁵ Decisione SA.43364, par. 168: “*La natura temporanea dell’aiuto è garantita dal fatto che un’elevata percentuale dell’aiuto (75%) è concessa sotto forma di strumento di capitale rimborsabile, ossia i CoCos, nonché dall’obiettivo generale dello Stato greco di uscire dal capitale della Banca attraverso la privatizzazione e altri mezzi, come stabilito nel memorandum d’intesa*” [traduzione nostra]. La stessa identica formulazione è utilizzata nel par. 177 della decisione SA.43365.

¹¹⁶ E. GHIBellini (nota. 32), 176; C. GORTSOS, M. SIRI, M. BODELLINI, *A Proposal for a Temporarily Amended Version of Precautionary Recapitalisation Under the Single Resolution Mechanism Regulation involving the European Stability Mechanism*, in *European Banking Institute Working Paper Series No 73*, 2020.

¹¹⁷ P. GLASSERMAN, E. PEROTTI, *The Unconvertible CoCo Bonds*, in D.D. EVANOFF, G.G. KAUFMAN, A. LEONELLO, S. MANGANELLI, D.W. DIAMOND (a cura di), *Achieving Financial Stability: Challenges to Prudential Regulation*, 2017, 317.

¹¹⁸ E. GHIBellini (nota 32), 177.

della medesima qualità¹¹⁹. Intuitivamente, il richiamo dei CoCo, che comporta il rimborso al valore nominale dell'intervento pubblico, si rivela spesso più agevole rispetto alla ricerca di un acquirente per una partecipazione azionaria.

Di contro, l'impiego dei CoCos nella ricapitalizzazione precauzionale presenta sia criticità specifiche legate al loro utilizzo, sia problematiche strutturali derivanti dai limiti intrinseci dello strumento. In primo luogo, i CoCos non incidono sulla struttura di *governance* e di controllo della banca. Questo aspetto risulta particolarmente problematico qualora la crisi sia imputabile a una cattiva gestione, poiché il rimborso dei CoCos potrebbe restituire il pieno controllo a quegli stessi soggetti che sono stati all'origine della crisi. In secondo luogo, i CoCos rappresentano strumenti di capitale di qualità inferiore rispetto al *Common Equity Tier 1*. Questo limite è strettamente correlato alla loro maggiore facilità di dismissione, ma evidenzia anche una debolezza strutturale: le banche che richiedono una ricapitalizzazione precauzionale sono spesso gravemente sottocapitalizzate, soprattutto nell'ambito dell'attuale quadro normativo. In tale contesto, l'utilizzo dei CoCo rischia di essere inefficace, se non addirittura controproducente, poiché tende a posticipare il problema della solvibilità dell'istituto senza affrontarlo in modo risolutivo.

Da una prospettiva più strutturale, emerge con chiarezza come i CoCos, storicamente, non abbiano funzionato come previsto, a causa delle difficoltà pratiche legate alla loro attivazione, in particolare quando si utilizzano i coefficienti patrimoniali come criterio per far scattare la loro conversione. Questo limite operativo è confermato dal fatto che, a oggi, i CoCos sono stati attivati solo in due occasioni, di cui una al di fuori dell'Unione bancaria. Tale evidenza costituisce un chiaro indicatore delle debolezze intrinseche di questi strumenti. Gli unici casi concreti di assorbimento delle perdite tramite CoCo sono rappresentati dal caso della Banca del Pireo, già discusso in precedenza, e dal recente caso del Credit Suisse¹²⁰.

In base all'attuale regolamentazione e alle prassi di vigilanza, appare improbabile che i CoCos possano essere convertiti o svalutati mediante l'attivazione di un *trigger* legato ai coefficienti patrimoniali. Al

¹¹⁹ Articoli 77 e 78 CRR.

¹²⁰ E.D. MARTINO, C.A NIGRO, T. VOS (nota. 8).

contrario, tali strumenti sembrano dipendere da *trigger* normativi attivati discrezionalmente dall'autorità di vigilanza.

Nel caso della Banca del Pireo, ad esempio, l'attivazione del CoCo è avvenuta tramite il mancato pagamento di due cedole, mentre per Credit Suisse il *trigger* è stato rappresentato dalla fornitura di un "sostegno pubblico straordinario".

In definitiva, è essenziale condurre una valutazione complessiva dei costi e dei benefici associati ai diversi strumenti di capitale impiegati nelle ricapitalizzazioni precauzionali. Una variabile chiave in tale analisi è rappresentata dalla specifica struttura degli strumenti utilizzati, poiché alcune caratteristiche intrinseche possono favorire od ostacolare un disinvestimento agevole da parte dello stato¹²¹.

Una possibile soluzione potrebbe consistere nella creazione di strumenti di capitale *ad hoc* configurati come *reverse contingent convertibles*. Questi strumenti consentirebbero al capitale immesso di migrare progressivamente dal CET1 a strumenti più *senior*, in presenza di contingenze predeterminate¹²². La progettazione dettagliata di questi strumenti esula dall'ambito della presente analisi; tuttavia, è opportuno

¹²¹ Ad esempio, Ghibellini ha avanzato la proposta di utilizzare strumenti CoCo con un elevato *trigger point*, strutturati in modo da essere assimilabili a partecipazioni azionarie. Una volta che la banca avesse recuperato la propria redditività, tali strumenti potrebbero essere convertiti – in tutto o in parte – nuovamente in CoCo e successivamente venduti sul mercato. La conversione potrebbe avvenire a discrezione dell'emittente, con l'introduzione di un meccanismo di incentivo legato all'aumento progressivo del tasso di interesse nel tempo. In alternativa, la conversione potrebbe essere subordinata al raggiungimento di specifici indicatori finanziari, quali un livello adeguato di capitale o la dimostrata capacità della banca di rimborsare lo Stato. Uno strumento con queste caratteristiche presenterebbe il duplice vantaggio di fungere da *strumento di disciplina* per gli azionisti, disincentivando comportamenti opportunistici, e di ridurre la probabilità di un secondo intervento statale. In tal modo, si limiterebbe il ricorso a ulteriori risorse pubbliche, favorendo un disinvestimento ordinato e la stabilità del sistema bancario, cfr. E. GHIBELLINI (nota 32), 178. Tuttavia, questa proposta sembra violare diverse disposizioni del CRR in termini di requisiti qualitativi degli strumenti di capitale. Sul *trade-off* tra contratti finanziari e requisiti qualitativi, si veda E.D. MARTINO, *Bail-Inable Securities and Financial Contracting: Can Contracts Discipline Bankers?*, in *European Journal of Risk Regulation* (2019), 164.

¹²² Una struttura simile è stata proposta da Jeffrey Gordon per la progettazione di compensi esecutivi, cfr. J.N. GORDON, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, 2010, 834.

sottolineare che le contingenze rilevanti non dovrebbero limitarsi a meri coefficienti patrimoniali, rivelatisi inadeguati. Al contrario, dovrebbero fondarsi su un mandato chiaro e su un'ampia discrezionalità riconosciuta all'autorità competente nell'ambito di tale mandato.

Questa discrezionalità dovrebbe includere, tra le altre prerogative, la possibilità di considerare tali strumenti nelle diverse categorie di capitale, introducendo, se necessario, deroghe mirate ai requisiti qualitativi previsti dal CRR. In tal senso, sarebbe necessario un intervento legislativo per adeguare il quadro normativo vigente, così da rendere operativa questa flessibilità.

Più in generale, l'analisi dimostra che né le azioni ordinarie né i CoCos tradizionali si rivelano adeguati a garantire la temporaneità degli interventi. Piuttosto, il legislatore dovrebbe concentrarsi sull'elaborazione di strumenti di capitale *ad hoc*, progettati in modo tale da agevolare un disinvestimento più semplice e coerente con le esigenze del caso concreto. Questo approccio richiederebbe: (i) un ampliamento dei poteri discrezionali riconosciuti alle autorità competenti; e (ii) un design flessibile degli strumenti, adattabile alle caratteristiche specifiche e alle necessità dell'istituto finanziario in difficoltà.

5.4 *L'economia politica delle ricapitalizzazioni precauzionali*

Uno dei principali pilastri dell'Unione bancaria europea è rappresentato dalla depoliticizzazione dei processi di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie. Più precisamente, l'obiettivo dichiarato è stato quello di spezzare il "circolo vizioso" tra le banche e il loro debito sovrano¹²³. Tuttavia, l'introduzione di uno strumento quale la ricapitalizzazione precauzionale, che consente agli Stati membri di acquisire una partecipazione di controllo in banche ritenute solvibili, rischia di reintrodurre elementi di politicizzazione nei processi di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie¹²⁴.

¹²³ E. MCCAUL, *Enhancing banking consolidation without major legislative change in Europe*, reperibile qui: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2022/html/ssm.in2.20303_2~3e79c7c0b3.en.html [ultimo accesso: 14/12/2024].

¹²⁴ Per una contestualizzazione più ampia dei problemi di economia politica legati alla proprietà pubblica delle banche, si veda T. MAROIS, *A dynamic theory of public banks (and why it matters)*, in *Review of Political Economy*, 2021, 356.

Tale questione comporta implicazioni analitiche e normative. Da un punto di vista analitico, anche ammettendo che il *design* giuridico della ricapitalizzazione precauzionale sia intrinsecamente efficiente e che l'intervento venga realizzato con sufficiente tempestività, è ragionevole attendersi che i funzionari pubblici, motivati da logiche elettorali, siano meno propensi a fare concessioni su opzioni praticabili di dismissione.

In questo contesto, è ampiamente riconosciuto che le banche sottoposte a controllo politico tendono ad agire secondo logiche subottimali: mostrano una maggiore predisposizione a distorcere la distribuzione delle risorse, allocano in modo inefficiente il credito, concedono finanziamenti a mutuatari in difficoltà e, di conseguenza, limitano la crescita economica. Tali dinamiche non solo riducono l'efficacia dello strumento della ricapitalizzazione precauzionale, ma ne compromettono anche l'obiettivo di preservare la temporaneità dell'intervento pubblico¹²⁵. Una valutazione esaustiva del livello ottimale di coinvolgimento politico e di responsabilità politica nel settore bancario esula dall'ambito del presente contributo¹²⁶; tuttavia, concentrandosi esclusivamente sull'applicabilità della clausola di temporaneità, l'analisi evidenzia una relazione inversa: quanto più la ricapitalizzazione precauzionale si avvicina all'apice del potere politico, tanto meno tale clausola risulta concretamente applicabile.

Di conseguenza, da un punto di vista normativo, il quadro giuridico può e deve orientare questo processo in maniera più efficace. Un esempio emblematico è rappresentato dall'iniezione di capitale effettuata dall'HFSF in BNG e Banca del Pireo, che si presenta come una soluzione preferibile rispetto all'intervento diretto del Ministero dell'Economia italiano.

In questa prospettiva, nell'ambito di una riforma del sistema, il legislatore dovrebbe promuovere meccanismi di intervento caratterizzati da un controllo distante dalle dinamiche politiche, bilanciando la discrezionalità amministrativa con un mandato chiaro e ben definito per le autorità designate.

¹²⁵ Cfr. *supra*, p. 137.

¹²⁶ Su questo tema si veda, ad esempio, M. MARKAKIS, *Political and Legal Accountability in the European Banking Union-A First Assessment*, in M. SZABÓ, P.L. LÁNCOS, R. VARGA (a cura di), *Hungarian Yearbook of International Law and European Law*, 2016, 535.

Dal punto di vista dell'applicazione della clausola di temporaneità, risulta particolarmente vantaggioso l'utilizzo di strumenti come fondi sovrani non direttamente controllati dai politici nazionali, come fondi di garanzia dei depositi o il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Queste soluzioni si dimostrano preferibili rispetto all'iniezione di fondi provenienti direttamente dall'autorità centrale o apicale dello Stato, contribuendo a ridurre il rischio di politicizzazione e a garantire una maggiore indipendenza nei processi decisionali.

6. *Le proposte di modifica al quadro CMDI*

Tra le numerose proposte di riforma attualmente in discussione, un ruolo di rilievo è ricoperto dalla proposta di modifica al quadro “*Crisis Management and Deposit Insurance*” (la “proposta CMDI”). Questa iniziativa mira a riformare e codificare in modo più stringente i casi di “sostegno finanziario pubblico straordinario”, introducendo un nuovo articolo 32c nella Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD). La Commissione propone di intervenire sulla disciplina della ricapitalizzazione precauzionale apportando modifiche rilevanti a tre aspetti principali: (1) le condizioni per la concessione della ricapitalizzazione precauzionale; (2) gli strumenti di capitale disponibili; (3) l'applicabilità della natura temporanea dell'aiuto e le conseguenze derivanti dalla violazione di tale natura temporanea.

La proposta non introduce innovazioni sostanziali in merito alle condizioni per la concessione della ricapitalizzazione precauzionale, che rimarrebbe riservata esclusivamente alle istituzioni solvibili. Tuttavia, essa si propone di affinare e specificare il concetto di “solvibilità” nel contesto della ricapitalizzazione precauzionale¹²⁷. Perché un'istituzione possa essere considerata “solvibile” ai fini della ricapitalizzazione precauzionale, è necessario che essa non sia stata dichiarata in dissesto o a rischio di dissesto e che tale condizione non si

¹²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento delle azioni di risoluzione delle crisi* (“proposta di riforma della BRRD”), articolo 1, paragrafi 18 e 19, che introduce l'articolo 32 quater, paragrafo 1, lettera a), punto iii), e l'articolo 32 quater, paragrafo 2, secondo comma.

materializzi qualora l'aiuto richiesto non venga concesso¹²⁸. In aggiunta, l'autorità competente dovrebbe accertare che non si sia verificata, né sia probabile che si verifichi entro i dodici mesi successivi, alcuna violazione dei requisiti patrimoniali stabiliti dalla normativa europea. Tale valutazione include anche il rispetto dei requisiti specifici previsti nell'ambito del secondo pilastro (Pillar 2), che riflettono le esigenze patrimoniali aggiuntive imposte in base al profilo di rischio dell'istituto¹²⁹.

Questa riforma si propone di anticipare il momento in cui viene concessa la ricapitalizzazione precauzionale, garantendo che essa mantenga effettivamente il carattere di misura preventiva e non si trasformi in un bail-out di fatto. Tale orientamento appare condivisibile. Tuttavia, la formulazione e la struttura normativa risultano eccessivamente complesse, al punto da comprometterne la comprensione e l'applicazione coerente. Le condizioni per accertare la solvibilità dovrebbero pertanto essere semplificate, così da assicurare un'applicazione chiara e uniforme.

Un ulteriore ostacolo, meno evidente ma altrettanto significativo, riguarda gli incentivi per le banche stesse. Non è infatti certo che gli istituti di credito siano effettivamente motivati a richiedere tempestivamente la ricapitalizzazione precauzionale. Al contrario, potrebbero continuare a ritardare il riconoscimento delle proprie difficoltà, rinviando gli interventi necessari e cercando di forzare

¹²⁸ Rispettivamente articolo 32(4) e 59(3) BRRD.

¹²⁹ Si vedano gli articoli 92 CRR e 104a CRD. È interessante notare che il periodo di dodici mesi sembra allineare la disciplina dell'insolvenza bancaria a quella prevista per le altre imprese, in seguito all'attuazione della Direttiva *Restructuring*. Si veda la Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019 relativa ai quadri di ristrutturazione preventiva, all'esdebitazione e alle decadenze e alle misure volte ad aumentare l'efficienza delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione e che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132. Il requisito circa la valutazione della probabilità di non violare tali requisiti nei prossimi dodici mesi è anche in linea con la soglia per autorizzare l'Autorità competente ad adottare azioni correttive tempestive stabilita dall'articolo 102 CRD. Sulla problematica sovrapposizione degli strumenti e delle disposizioni in materia di vigilanza e di risoluzione delle crisi, si veda E.D. MARTINO, K.M. PARCHIMOWICZ, *Go Preventive or Go Home-The Double Nature of MREL*, in *ECFR*, 2021, 608.

interpretazioni più permissive delle norme, come già osservato in precedenti applicazioni dello strumento¹³⁰.

In merito alla tipologia di strumenti da utilizzare per la ricapitalizzazione, la Commissione propone un cambiamento significativo, vietando l'acquisizione di strumenti CET1 e mostrando una chiara preferenza per l'impiego di strumenti ibridi, come i CoCos¹³¹. Tale divieto, però, è derogabile nel caso in cui la carenza di capitale emerga dallo scenario avverso di uno *stress test*¹³². In ogni caso, l'importo degli strumenti CET1 acquisiti non può superare il 2% delle attività ponderate per il rischio dell'istituto. Tale modifica mira "a garantire che il sostegno rimanga di natura temporanea"¹³³. Sulla base dell'analisi condotta nel presente contributo, non è affatto chiaro se le rigide regole proposte possano effettivamente raggiungere l'obiettivo prefissato. In particolare, come abbiamo visto, non vi è un nesso diretto e necessario tra il tipo di strumento utilizzato per effettuare la ricapitalizzazione e la natura temporanea dell'intervento pubblico¹³⁴.

Infine, per quanto riguarda l'applicabilità della clausola di temporaneità, la Commissione richiede "requisiti più forti ed espliciti per determinare in anticipo la durata e la strategia di uscita delle misure precauzionali"¹³⁵. In particolare, la proposta CMDI richiede che il piano di ristrutturazione contenga una *exit strategy* predefinita, che deve essere approvata dall'autorità competente al momento della concessione della ricapitalizzazione precauzionale. Tale strategia dovrebbe includere una data di dismissione chiaramente specificata, accompagnata da un piano dettagliato per il disinvestimento graduale delle risorse pubbliche¹³⁶.

Questa proposta sembra cristallizzare la prassi attuale, rendendo obbligatoria la definizione di una data di dismissione, come già avvenuto nel caso di Monte dei Paschi di Siena. Tuttavia, il vero

¹³⁰ M.F. HELLWIG, *Precautionary recapitalisations: time for a review*, in *In-depth analysis for the European Parliament*, 2017, 26-27.

¹³¹ Proposta di riforma della BRRD, articolo 1, paragrafo 19, che introduce l'articolo 32 quater, paragrafo 1, lettera a), punto iii).

¹³² COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di riforma della BRRD, articolo 32 quater.

¹³³ COMMISSIONE EUROPEA, Relazione sulla proposta di riforma della BRRD, 19.

¹³⁴ *Supra* 5.3.

¹³⁵ Relazione sulla proposta di riforma della BRRD, 19.

¹³⁶ Articolo 32 quater, paragrafo 2, lettera b).

cambiamento introdotto riguarda le conseguenze della violazione di tale obbligo: secondo la proposta, qualora il sostegno pubblico non venga interrotto entro la data di dismissione stabilita, la banca dovrebbe essere considerata in “dissesto o a rischio di dissesto” e, di conseguenza, essere avviata alla risoluzione o alla liquidazione.

In sostanza, se le misure di sostegno pubblico non vengono riscattate, rimborsate o terminate entro i termini previsti dalla strategia di uscita, l’istituto si troverebbe automaticamente nella condizione di dissesto o rischio di dissesto. Tale approccio riflette l’idea che il sostegno finanziario pubblico, qualora non sia temporaneo, costituisca di per sé una condizione sufficiente per dichiarare l’insolvenza dell’istituto. La mancata cessione entro la data prevista integrerebbe di fatto questa condizione.

Tuttavia, questo approccio appare ancorato a una concezione statica delle attività bancarie e della regolamentazione del settore. Una simile rigidità è suscettibile di provocare gravi conseguenze indesiderate, soprattutto in situazioni in cui la complessità delle condizioni di mercato o le dinamiche dell’istituto rendano la dismissione nei tempi previsti irrealizzabile senza compromettere ulteriormente la stabilità finanziaria.

In primo luogo, l’imposizione di una scadenza rigida per la dismissione rischia di innescare dinamiche di profezie “autoavveranti”: in prossimità della data prevista per la cessione, le controparti di mercato potrebbero rifiutarsi di acquistare strumenti di capitale emessi da una banca che rischia di essere dichiarata in dissesto o in probabile dissesto. Anche qualora vi fosse disponibilità all’acquisto, tali strumenti verrebbero probabilmente scambiati con uno sconto significativo, riflettendo il rischio percepito.

Analogamente, nel caso in cui strumenti di capitale ibridi debbano essere rimborsati e sostituiti con altri di qualità almeno equivalente, gli investitori privati potrebbero reagire aumentando in modo sproporzionato il costo del capitale richiesto.

In secondo luogo, e in modo strettamente correlato, questo approccio ignora la possibilità di cambiamenti materiali avversi, quali instabilità macroeconomica, conflitti armati o disastri naturali, che possono incidere negativamente sul contesto generale senza essere legati alla resilienza o alla solvibilità della singola istituzione.

Un esempio emblematico è rappresentato dalla scadenza iniziale fissata per la dismissione della partecipazione pubblica in Monte dei Paschi di Siena (MPS), prevista per la fine del 2021. Tale termine si è rivelato impraticabile anche a causa dell'impatto straordinario della pandemia di COVID-19, che ha stravolto le condizioni economiche globali e nazionali, rendendo impossibile rispettare la tempistica originaria senza compromettere ulteriormente il sistema finanziario e il valore dell'istituto stesso.

L'approccio delineato dalla proposta CMDI si basa sull'assunto che il mercato sia sempre liquido, implicando che vi sarà sempre un acquirente disponibile per gli strumenti di capitale di istituzioni solvibili. Tuttavia, tale ipotesi è stata ampiamente smentita, sia durante la crisi finanziaria globale sia dalla letteratura accademica successiva, che ha evidenziato come la liquidità di mercato non possa essere data per scontata, soprattutto in condizioni di crisi sistemica¹³⁷. Il risultato di questa rigidità normativa potrebbe essere quello di spingere istituzioni solvibili verso la risoluzione o la liquidazione, non per mancanza di solidità patrimoniale, ma per l'impossibilità di rispettare tempistiche imposte in condizioni di mercato avverse. Questo scenario comporterebbe che il sostegno finanziario pubblico diventi soggetto alle normative sulla risoluzione e liquidazione e, dato che gli strumenti di capitale sono profondamente subordinati nella gerarchia creditoria, è altamente probabile che ciò si traduca in perdite significative per i contribuenti, minando ulteriormente la fiducia nel sistema e aggravando l'instabilità finanziaria.

Per evitare le numerose e potenzialmente assurde conseguenze indesiderate descritte, è probabile che si ricorra a estensioni o a una riformulazione *ex post* delle condizioni inizialmente stabilite. Nella formulazione attuale della proposta, tali aggiustamenti sembrano essere implicitamente consentiti, offrendo una via d'uscita in caso di difficoltà operative o di contingenze avverse. Tuttavia, il ricorso sistematico alla rinegoziazione *ex post* rischierebbe di compromettere irreparabilmente la credibilità della clausola di temporaneità, poiché risulterebbe evidente che il rispetto del termine originario non rappresenta un vincolo effettivo. Di conseguenza, la natura temporanea della

¹³⁷ Per una dimostrazione teorica, si veda K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, in *Journal of Comparative Economics*, 2013, 315, 318.

ricapitalizzazione, che costituisce uno degli obiettivi fondamentali dello strumento, verrebbe comunque vanificata, riducendolo a una misura puramente formale priva di reale applicazione pratica.

In conclusione, la proposta CMDI trasformerebbe la ricapitalizzazione precauzionale da uno strumento concepito per offrire flessibilità a un meccanismo rigido, privo di reale utilità nel gestire crisi di banche solvibili ma sottocapitalizzate.

Sebbene la riforma introduca alcuni miglioramenti, come una definizione più articolata del concetto di solvibilità – pur con una formulazione complessa e poco lineare – e un tentativo di migliorare la tempistica dell'intervento, essa non affronta le questioni centrali che hanno contribuito all'inefficacia dell'attuale regime. Tra queste, spiccano l'assenza di una corretta progettazione dello strumento di ricapitalizzazione e la mancata considerazione dei fattori di economia politica, che continuano a influenzare negativamente l'applicazione pratica della ricapitalizzazione precauzionale.

In definitiva, senza affrontare tali aspetti strutturali, la proposta rischia di perpetuare le inefficienze del sistema, vanificando l'obiettivo di garantire uno strumento realmente efficace per la stabilizzazione delle banche in difficoltà.

Il 24 aprile 2024 il Parlamento europeo ha approvato la risoluzione P9_TA(2024)0327, concernente la «*proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento delle azioni di risoluzione delle crisi (COM(2023)0227 - C9-0135/2023 - 2023/0112(COD))*»¹³⁸.

Elaborando sulla proposta CMDI, gli emendamenti più rilevanti proposti dal Parlamento europeo mirano a (i) specificare ulteriormente le condizioni alle quali l'aiuto può essere concesso; (ii) definire un modo efficace per garantire la temporaneità dell'aiuto.

Con riferimento al punto (i), il Parlamento interviene a specificare i requisiti dell'intervento, stabilendo che l'aiuto deve essere diretto «a

¹³⁸ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione legislativa del 24 aprile 2024 sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda le misure di intervento precoce, le condizioni di risoluzione delle crisi e il finanziamento dell'azione di risoluzione delle crisi (COM(2023)0227 - C9-0135/2023 - 2023/0112(COD))*, considerando 17.

porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro di natura eccezionale o sistemica e a preservare la stabilità finanziaria». Con questo emendamento, il Parlamento europeo intende ridurre le incertezze, evidenziate anche nel presente contributo, legate alla valutazione dell'entità del "grave turbamento" che può giustificare il ricorso alla ricapitalizzazione precauzionale. Tuttavia, l'emendamento appare di dubbia pertinenza, poiché si limita a ribadire che la ricapitalizzazione precauzionale non costituisce lo "strumento comune" per affrontare le crisi finanziarie, senza introdurre un quadro analitico chiaro per definire e quantificare tale grave turbamento.

Inoltre, il Parlamento europeo cerca di affrontare la valutazione della solvibilità dell'istituto, affermando che, per accedere al sostegno finanziario pubblico straordinario, un istituto è considerato solvibile se «*sulla base delle attuali aspettative*», l'autorità competente «*ha concluso che non si è verificata, o è probabile che non si verifichi nei 12 mesi successivi, alcuna violazione*» dei requisiti normativi. Con questa modifica, il Parlamento europeo intende allineare il giudizio sull'entità del "grave turbamento" al processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*)

Con riferimento al punto (ii), il Parlamento propone di emendare la proposta CMDI al fine di affrontare alcune delle lacune emerse nell'applicazione della ricapitalizzazione precauzionale negli ultimi anni. In linea con l'approccio già utilizzato nella proposta CMDI, il Parlamento richiede che, come condizione per la concessione dell'aiuto, lo Stato membro presenti, contestualmente alla notifica dell'aiuto di Stato e al piano di ristrutturazione, una *exit strategy* dalla misura di sostegno. Tale strategia deve indicare chiaramente la «*data di cessazione, la data di vendita o il piano di rimborso di qualsiasi misura fornita*». Al fine di evitare i problemi già riscontrati nel caso MPS, e delineati *supra* e *sub* §4.2, la proposta di modifica del Parlamento europeo richiede che tali date «*non siano divulgate fino a un anno dopo la conclusione della strategia di uscita dalla misura di sostegno, o l'attuazione del piano di risanamento, o la valutazione ai sensi del settimo comma del presente paragrafo*». Anche questo emendamento non sembra particolarmente innovativo, ma è rilevante nella misura in cui recepisce nella legislazione primaria un obbligo di riservatezza.

L'ultimo emendamento proposto dal Parlamento europeo, forse il più interessante, riguarda le conseguenze di una violazione del piano di *exit*.

Nella proposta CMDI, il mancato rispetto del piano di dismissione costituiva automaticamente la condizione per dichiarare l'istituto in "dissesto o rischio di dissesto," imponendo così la risoluzione o la liquidazione; il Parlamento europeo adotta un approccio meno rigido e, sotto certi aspetti, più realistico, proponendo che, qualora l'istituto non sia in grado di rispettare la *exit strategy* predeterminata dopo una ricapitalizzazione precauzionale, l'autorità competente debba richiedere, una volta sola, la presentazione di un ulteriore piano di risanamento. Tale piano di risanamento «*descrive le misure da adottare per mantenere o ripristinare la conformità ai requisiti di vigilanza, la redditività a lungo termine dell'istituzione o dell'entità e la sua capacità di rimborsare l'importo erogato, nonché il relativo calendario*». In effetti, questo è ciò che è accaduto nel caso del Monte dei Paschi di Siena, quando – dopo il mancato rispetto della prima scadenza – la Repubblica italiana ha chiesto una proroga del piano, impegnandosi a intraprendere ulteriori azioni per garantire il rispetto delle misure concernenti gli aiuti di Stato e della nuova scadenza. Qualora anche la seconda scadenza non venga rispettata, o se l'autorità competente ritiene che il secondo piano di risanamento non sia credibile o idoneo a ripristinare la redditività a lungo termine dell'ente «*viene effettuata una valutazione per stabilire se l'ente o l'entità sia in dissesto o a rischio di dissesto, conformemente all'articolo 32*».

Questo approccio, che di fatto certifica la prassi attuale, appare più ragionevole e flessibile rispetto a quello adottato dalla Commissione nella proposta CMDI. In particolare, esso lascia un margine di manovra per affrontare fattori esterni – come pandemie globali, conflitti armati o situazioni di illiquidità del mercato – che esulano dal controllo dell'istituto finanziario.

La possibilità di una "seconda chance" attraverso la presentazione di un secondo piano di risanamento consente di mitigare i rischi indicati *supra*, relativi alle operazioni di rinegoziazione *ex post*, che risultavano problematiche nella formulazione originaria della proposta CMDI. In questa versione emendata, è lo stesso sistema normativo a prevedere, in modo esplicito, la possibilità di una rinegoziazione *ex post*, riconoscendo che, in alcune circostanze, il mancato rispetto degli obblighi da parte di una banca recuperatrice può derivare da fattori esterni imprevedibili e non attribuibili a una cattiva gestione o a una mancanza di volontà dell'istituto.

7. Conclusioni

Il presente contributo si propone di analizzare le cause e le implicazioni delle difficoltà incontrate dallo Stato nel reintegrare sul mercato le banche sottoposte a intervento pubblico. A tal fine, è stato definito un nuovo quadro teorico per gli interventi precauzionali dello Stato nel settore bancario, con particolare attenzione alla ricapitalizzazione precauzionale disciplinata dalla normativa europea.

Questo quadro ha costituito la base per esaminare l'attuazione pratica dello strumento, individuando i fattori rilevanti che ne influenzano l'efficacia e la capacità di rispettare il principio di temporaneità. In aggiunta, è stata condotta un'analisi preliminare dell'impatto della proposta originale di riforma CMDI e delle modifiche apportate dal Parlamento europeo, valutandone le implicazioni normative e operative.

Il quadro normativo esistente, così come la proposta originale della CMDI, adotta prevalentemente un approccio orientato "all'indietro", concentrandosi in modo quasi esclusivo sui vincoli per la fornitura di aiuti pubblici, con l'obiettivo di limitare il rischio di azzardo morale. Sebbene tale approccio sia necessario e lodevole sotto alcuni aspetti, esso trascura completamente i costi derivanti dagli eventi successivi all'intervento, in particolare la persistenza della proprietà pubblica nelle banche salvate, che costituisce uno dei principali ostacoli al ritorno di tali istituti sul mercato.

La versione della proposta CMDI modificata dal Parlamento europeo, pur introducendo elementi di maggiore flessibilità e ragionevolezza, rimane tuttavia estremamente vaga e insufficiente nel delineare criteri chiari per valutare se un istituto sia solvibile o insolvente. Inoltre, in diversi punti, ripropone lo stesso approccio e le medesime criticità della proposta originale, dimostrando come una soluzione definitiva per agevolare il rientro delle banche nel mercato sia ancora lontana.

In particolare, l'analisi condotta evidenzia che la natura dello strumento di capitale utilizzato – che si tratti di azioni ordinarie o di strumenti ibridi – ha un impatto minimo sulle prospettive di dismissione dello Stato. Piuttosto, ciò che emerge come cruciale è la progettazione dello strumento di capitale stesso. L'utilizzo di strumenti innovativi,

come i *reverse contingent convertible*, o di altre soluzioni specificamente progettate e adattate alle peculiarità del singolo istituto in difficoltà, appare una strategia nettamente più efficace per garantire un disinvestimento agevole e per minimizzare i costi complessivi dell'intervento pubblico

Un ulteriore fattore cruciale per il successo del rientro delle banche sul mercato è rappresentato dalla tempistica della ricapitalizzazione. La ricapitalizzazione precauzionale si rivela infatti più efficace quando applicata a istituzioni solvibili nelle prime fasi della crisi. Tuttavia, l'attuazione pratica di questa misura presenta numerose difficoltà.

Da un lato, le banche hanno incentivi a ritardare il riconoscimento delle perdite, aggravando così la situazione finanziaria e ostacolando interventi tempestivi. Dall'altro, la distinzione tra crisi di solvibilità e di liquidità rimane intrinsecamente complessa nel caso di istituzioni finanziarie in difficoltà. A complicare ulteriormente il quadro, la stessa richiesta di ricapitalizzazione precauzionale può peggiorare la posizione dell'istituto, innescando una dinamica di profezia che si autoavvera.

In linea generale, le banche che non superano gli *stress test* o valutazioni equivalenti nello scenario base non dovrebbero essere ammesse alla ricapitalizzazione precauzionale, poiché tali condizioni mettono in discussione la solvibilità dell'istituto e il carattere preventivo dello strumento.

Alla luce di queste considerazioni, proponiamo di introdurre modifiche nella legislazione primaria volte a (i) Conferire al Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) il potere di agire preventivamente durante le fasi iniziali della crisi, riducendo i tempi di reazione e migliorando l'efficacia degli interventi; (ii) Garantire al SSM un'ampia discrezionalità nella decisione e nella personalizzazione degli strumenti di ricapitalizzazione, adattandoli alle specificità del caso e alle caratteristiche dell'istituto.

Tuttavia, nessuna delle proposte attualmente discusse, né nella versione originale né in quella emendata del CMDI, affronta questi aspetti fondamentali.

I nostri risultati sottolineano la necessità di un "approccio lungimirante", che combini strumenti patrimoniali ben concepiti e interventi tempestivi adattati alle circostanze uniche di ciascun istituto finanziario: mandati legali chiari e discrezionalità regolamentare sono

fondamentali per affrontare le complessità del processo di rientro sul mercato all'indomani dei salvataggi bancari.

Intelligenza artificiale e manipolazione informativa del mercato finanziario*

SOMMARIO: 1. L'efficienza informativa dei mercati finanziari e il divieto di manipolazione informativa. – 2. Le peculiarità dei sistemi di intelligenza artificiale e i problemi di applicazione dei regimi di responsabilità. – 3. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità civile. – 4. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità penale. – 5. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità amministrativa. – 6. (segue) Una possibile soluzione al problema. – 7. I poteri attribuiti al gestore del mercato finanziario e all'autorità di vigilanza competente. – 8. Le iniziative legislative promosse nell'Unione europea. – 9. Conclusione.

1. L'efficienza informativa dei mercati finanziari e il divieto di manipolazione informativa

La «piena ed effettiva trasparenza del mercato» è ritenuta «un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati» (così il Considerando n. 7 del Regolamento (UE) n. 596/2014: d'ora in poi “MAR”). La ragionevolezza di una simile impostazione si fonda sulla valorizzazione di alcune acquisizioni della moderna finanza e, in particolare, sulla considerazione delle conseguenze che la diffusione di informazioni “rilevanti” determina sul prezzo degli strumenti finanziari ai quali tali informazioni si riferiscono¹.

Più nel dettaglio, è dato sufficientemente consolidato che quanto diffuso dagli emittenti formi oggetto di analisi da parte di un ristretto numero di investitori (gestori di fondi comuni di investimento e banche di investimento, cioè i cc.dd. *information traders*) che, sulla base dell'esame effettuato, formulano un'offerta di acquisto a un

* Il presente lavoro sviluppa la relazione presentata al Convegno “Regolazione del rischio nel Diritto dei mercati finanziari”, organizzato dall'Associazione dei docenti di diritto dell'economia, ADDE (Cagliari, 13-14 giugno 2024). Ringrazio Matteo Ortino e Ugo Malvagna per le puntuali osservazioni a una versione precedente. Eventuali errori e omissioni rimangono miei.

¹ Per un approfondimento, sia consentito il riferimento a M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022, 3 ss.

determinato prezzo². Il prezzo che viene così a formarsi nel concorso delle varie offerte di acquisto dipende pertanto dalle informazioni comunicate³. A questa stregua, le informazioni “rilevanti” diffuse dagli emittenti influenzano non già la decisione del singolo investitore, quanto piuttosto il meccanismo di formazione del prezzo al quale lo strumento finanziario è offerto al mercato. Con parole diverse, la diffusione delle informazioni incide non tanto sulla decisione di investimento, quanto piuttosto sul prezzo dello strumento finanziario⁴. In questo modo, il mercato è in grado di esprimere “in tempo reale” prezzi che riflettano le informazioni disponibili (c.d. efficienza informativa del mercato finanziario: *Efficient Market Hypothesis*)⁵ e in questo modo, in effetti, «tutti gli attori economici» sono «in grado di

² L'originaria osservazione di R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70.4. *Va. L. Rev.* (1984), 572 ss. è ribadita, *ex multis*, da F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, 297 e Z. GOSHEN - G. PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in 55.4. *Duke L. J.* (2006), 722 ss.

³ Per tutti, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*⁴, Milano, 2024, 75 s. e G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. Soc.*, 2014, 999; ma v. già F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Disclosure and the Protection of Investors*, in 70.4. *Va. L. Rev.* (1984), 689 e R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, cit., 575. La nota espressione secondo cui «a market in which prices always “fully reflect” all available information is called “efficient”» (così E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25.2. *The J. of Finance* (1970), 383) sintetizza la conclusione per cui «in an efficient market, on the average, competition will cause the full effects of new information on intrinsic values to be reflected “instantaneously” in actual prices» (così E.F. FAMA, *Random Walks in Stock Market Prices*, in 21.5. *Fin. Analysts J.* (1965), 56).

⁴ Formulata con riferimento al contesto della negoziazione di strumenti finanziari già emessi, l'osservazione si deve a D.R. FISCHER, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in 38 *Bus. Law.* (1982), 3 ss.; nella letteratura domestica, per tutti, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 67 e 117.

⁵ Il tradizionale riferimento è a E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, cit., 383, sintesi delle formulazioni di modelli antecedenti: per tutti, E.F. FAMA - L. FISHER - M.C. JENSEN - R. ROLL, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, in 10.1. *Int. Ec. Rev.* (1969), 1, P.A. SAMUELSON, *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, in 6.2. *Industrial Management Rev.* (1965), 41 e B. MANDELROT, *Forecast of Future Prices, Unbiased Markets, and “Martingale” Models*, in 39.1. *The J. of Business* (1966), 242.

operare su mercati finanziari integrati» (così sempre il Considerando n. 7 del MAR, corsivo aggiunto).

L'efficacia del meccanismo in base al quale i prezzi degli strumenti finanziari "incorporano" le informazioni disponibili dipende, in buona sostanza, dal costo di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni⁶, sostenuto dagli *information traders*, nonché dai costi relativi all'attività di arbitraggio⁷. Da un lato, le informazioni private o costose sono più difficilmente raccolte ed elaborate e, di conseguenza, "incorporate" con più lentezza nei prezzi degli strumenti finanziari, mentre al contrario la riduzione dei costi per la propria attività permette agli stessi *information traders* di individuare un maggior numero di distorsioni dei prezzi, il che rende più redditizio tale lavoro, con la conseguenza di comportare un aumento di questa tipologia di investitori e della competizione tra di loro⁸. Per altro verso, meccanismi di arbitraggio dispendiosi sono poco efficaci e ostacolano la "correzione" di eventuali distorsioni dei prezzi⁹.

⁶ La tassonomia dei costi relativi alle informazioni presentata da R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, cit., 594 ss. è stata poi sviluppata da Z. GOSHEN - G. PARCHOMOVSKY, *op. cit.*, 721.

⁷ R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, in 100 *Va L. Rev.* (2014), 330 e, aggiungendo la rilevanza dell'accesso alle informazioni rilevanti anche per la *corporate governance*, A.I. SAAD - D. STRAUSS, *The New "Reasonable Investor" and Changing Frontiers of Materiality: Increasing Investor Reliance on ESG Disclosures and Implications for Securities Litigation*, in 17:2 *Berkeley Bus. L. J.* (2020), 403. In altre parole, «quanto più le informazioni sono pubblicamente disponibili – e quindi poco costose – e quanto più nel mercato sono presenti investitori professionali in grado di elaborarle e verificarle in modo efficiente ..., tanto più i prezzi tendono a riflettere completamente tutte le informazioni accessibili»: A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 8.

⁸ L'aumento della *disclosure* da parte di un emittente comporta, infatti: un incremento del numero di analisti finanziari che seguono il relativo titolo (C.A. BOTOSAN - M.S. HARRIS, *Motivation for a Change in Disclosure Frequency and Its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures*, in 38:2 *J. of Accounting Research* (2000), 352 e M.H. LANG - R.J. LUNDHOLM, *Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior*, in 71:4 *The Accounting Rev.* (1996), 467), nonché un incentivo per gli investitori istituzionali a partecipare nella società (B.J. BUSHEE - C.F. NOE, *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*, in 38 Supplement *J. of Accounting Research* (2000), 188 ss.).

⁹ R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, cit., 373, ma v. anche *ivi*, 593.

Sulla scorta del noto modello relativo al meccanismo per un mercato efficiente (c.d. *Mechanism of Market Efficiency*¹⁰), la regolamentazione finanziaria deve perciò ridurre i costi relativi all'attività degli *information traders* e degli arbitraggisti¹¹. In altri termini, l'efficienza informativa del mercato finanziario richiede che le informazioni utili per valutare uno strumento finanziario siano facilmente accessibili¹², e, allo stesso tempo, che il processo di raccolta, verifica ed elaborazione di queste informazioni da parte degli investitori non sia ostacolato, ad esempio dalla diffusione di informazioni false e fuorvianti.

All'interno dell'Unione europea, per raggiungere questi obiettivi, da un lato, gli emittenti sono tenuti a diffondere le informazioni "rilevanti". Così, ad esempio, le società quotate devono pubblicare un prospetto informativo nel mercato primario (art. 3, par. 1, Regolamento (UE) n. 2017/1129: c.d. Regolamento Prospetto) e comunicare le informazioni privilegiate nel mercato secondario (art. 17, par. 1, MAR). Per altro verso, non è consentito intralciare il corretto funzionamento del meccanismo di formazione dei prezzi. Così, ad esempio, è vietata la «diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo ... che consentano, o è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ... a un livello anormale o artificiale» (art. 12, par. 1, lett. c, e art. 15 MAR)¹³.

¹⁰ Il riferimento è al *seminal work* di R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, cit., 549.

¹¹ Nello stesso senso, J.C. COFFEE JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in 70.4. *Va L. Rev.* (1984), 722 e, più di recente, C.A. FROST - E.A. GORDON - A.F. HAYES, *Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges*, in 44.3. *J. of Accounting Research* (2006), 438.

¹² Y. YADAV, *Algorithmic Trading and Market Regulation*, in W. MATTLI (ed.), *Global Algorithmic Capital Markets: High Frequency Trading, Dark Pools, and Regulatory Challenges*, Oxford, 2019, 252; nel senso che «il buon funzionamento del mercato mobiliare in quanto tale richiede la diffusione in via continuativa di informazioni complete e attendibili relative alle società quotate e agli strumenti finanziari da queste emessi», F. SARTORI, *op. cit.*, 44.

¹³ Per l'affermazione secondo cui «mediante il divieto di manipolazione del mercato ... l'ordinamento giuridico intende ... scongiurare che informazioni false o fuorvianti non solo rallentino il processo di convergenza verso i *fundamentals* ma addirittura lo impediscano», F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G.

Nelle parole del legislatore europeo, «un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità», sicché risulta opportuno preservare «il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati» (così il Considerando n. 2 del MAR), attraverso la previsione di un regime normativo *ad hoc* e l'attribuzione di pubblici poteri alle autorità competenti.

2. Le peculiarità dei sistemi di intelligenza artificiale e i problemi di applicazione dei regimi di responsabilità

In un tale contesto, la diffusione di informazioni false o fuorvianti ad opera di sistemi di intelligenza artificiale (d'ora in poi "IA"), specialmente tramite siti web, blog o *social networks* (cfr. il Considerando n. 48 del MAR: la c.d. "*mass misinformation*"¹⁴) minaccia l'efficienza informativa e l'integrità del mercato finanziario, compromettendo, allo stesso tempo, la fiducia del pubblico¹⁵.

TROVATORE, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*, Quaderni giuridici Consob, 2023, 35; sugli obiettivi del MAR e in particolare del divieto di abusi di mercato, di recente, F. ANNUNZIATA, *Artificial Intelligence and Market Abuse*, Cheltenham-Northampton, 2023, 8 ss. e 25 ss., ma v. già G. FERRARINI, *The European Market Abuse Directive*, in 41 *Common Market L. Rev.* (2004), 716. In Italia, «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014» (art. 187-ter, co. 1, TUF).

¹⁴ T.C.W. LIN, *The New Market Manipulation*, in 66 *Emory L. J.* (2017), 1292.

¹⁵ Il fenomeno è stato osservato fin dalle origini: con particolare riferimento al ruolo di internet, IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, May 2000, 2 s.; avendo riguardo, invece, all'uso dei *social media* e, in particolare, di Twitter, Y. BATHAEE, *The Artificial Intelligence Black Box and the Failure of Intent and Causation*, in 31.2 *Harv. J. of L. & Tech.* (2018), 911 ss. Per la sottolineatura del rischio di manipolazione del mercato tramite sistemi di intelligenza artificiale, di recente, G. LEITNER - J. SINGH - A. VAN DER KRAAIJ - B. ZSÁMBOKI, *The rise of artificial intelligence: benefits and risks for financial stability*, in *ECB Financial Stability Review*, May 2024. Il problema è comune ad altri ambiti: ad esempio, la disinformazione in concomitanza a delle elezioni democratiche (*A Tech Accord to Combat Deceptive Use of AI in 2024 Elections*, Proposed for public signature and announcement by technology companies at the Munich Security Conference on February 16, 2024; O. POLLICINO - P. DUNN, *Disinformazione e intelligenza artificiale*

Non sono mancati, in effetti, episodi di diffusione di *fake news* tramite i *social network* che hanno avuto impatti sulla volatilità di alcuni strumenti finanziari. Ad esempio, nel 2009, due persone avevano diffuso false notizie su alcuni titoli della Borsa di New York. Nel 2010, la falsa informazione riguardava il fatto che un aereo della compagnia australiana Qantas era precipitato in Indonesia. Nel 2013, inoltre, alcuni hacker avevano boicottato l'account Twitter dell'agenzia di stampa Associated Press diffondendo la falsa notizia di un attacco alla Casa Bianca, mentre, nello stesso anno, un investitore aveva creato falsi account Twitter di società di ricerca finanziaria che diffondevano la falsa notizia che la società Sarepta Therapeutics fosse sotto inchiesta¹⁶. Nel 2015, infine, un investitore aveva presentato false offerte di acquisizione per Avon e Rocky Mountain Chocolate, mentre, poco dopo, alcune persone avevano creato un falso sito web Bloomberg News per pubblicizzare un'inesistente acquisizione di Twitter¹⁷.

Per gestire i rischi che le nuove tecnologie pongono nei mercati finanziari, risulta pertanto opportuno valutare l'efficacia dei meccanismi di *enforcement* dell'attuale sistema normativo.

In particolare, per quanto riguarda la responsabilità civile, amministrativa o penale, i sistemi di IA "forti" «dotati di capacità di autoapprendimento» e in grado produrre «*outputs* autonomi e imprevedibili rispetto agli *inputs* iniziali di produttore, programmatore o utente»¹⁸ presentano criticità significative. Da un lato, la difficoltà di

nell'anno delle global elections: rischi (ed opportunità), in *Federalismi.it*, 2024, iv ss.; cfr. art. 3, co. 4, *Disposizioni e delega al Governo in materia di intelligenza artificiale*, Disegno di legge, Analisi tecnico-normativa, 31: d'ora in poi "DDL IA") o nel campo della medicina (L. WEIDINGER ET AL., *Taxonomy of Risks posed by Language Models*, in *FACCT*, ACM, 2022, 219).

¹⁶ F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 62 s. e nota 170, citando M. LONGO, *Allarme social network. Così insidiano le Borse*, in *Il Sole 24 ore*, 22 marzo 2018, 1 e 3.

¹⁷ T.C.W. LIN, *op. cit.*, 1293, ove altri esempi di "mass misinformation".

¹⁸ F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 24; viceversa, i sistemi di IA "deboli" sono quelli «i cui *outputs* dipendono dalle istruzioni prestabilite da produttori, programmatori o utenti» (*ivi*, 23 s.); questi ultimi – «rule-based algorithms [that] are designed to automatically execute rules encoded by their programmers, following the classical 'if → then logic' as other types of software» – «do not put victims of harm in a fundamentally more difficult situation than other types of software»: così EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the*

prevedere tutti i modi in cui un sistema di IA strutturato come una *black box* si comporta¹⁹ e la generazione di *output* autonomi²⁰ potrebbero escludere, rispettivamente, la presenza della colpa o del dolo. In altri termini, risulta complicato imputare la condotta ai programmatori o agli utilizzatori di questi sistemi²¹, salvo che sussistano i casi di «operational failure or of the conscious use by humans»²². Per altro verso, «l'autonomia dei sistemi di [IA] forti complica notevolmente l'individuazione di un nesso causale tra la condotta, commissiva o omissiva, di un agente umano e l'evento produttivo di illecito»²³.

3. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità civile

Nell'ambito della responsabilità civile, le caratteristiche dei sistemi di IA “forti” appena delineate rendono problematico ricorrere alle forme di responsabilità basate sulla colpa. Più idonee, invece, sembrano essere le forme di responsabilità oggettiva previste dalle normative nazionali o dalla direttiva europea sulla responsabilità del produttore per i danni derivanti da prodotti difettosi (Direttiva (UE) 2024/2853,

document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence, Impact Assessment, Brussels, 28.9.2022 SWD(2022) 319 final, 2.

¹⁹ A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the “Black Box” Matters*, in 43.1. *U. of Penn. J. of Int. Law* (2021), disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3788872>, 90 e 115 ss.

²⁰ Per tutti, Y. BATHAEE, *op. cit.*, 906 ss.

²¹ Con specifico riferimento agli abusi di mercato, per l'affermazione secondo cui «resta pur sempre evidente la difficoltà, anche sul piano normativo, di utilizzare per i sistemi di [IA] forti i consolidati principi generali di imputabilità, quali la causalità e la colpevolezza», F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 25; più in generale, EUROPEAN COMMISSION, *Liability for emerging digital technologies*, Working Document, Brussels, 25.4.2018, SWD(2018) 137 final, 10; v. anche N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Market Regulation*⁴, Oxford, 2023, 691.

²² A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the “Black Box” Matters*, cit., 116 ss.

²³ F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 25, ma v. già Y. BATHAEE, *op. cit.*, 922 ss.

c.d. *Product Liability Directive II*: d'ora in poi "PLD II")²⁴: sebbene rimanga comunque difficile provare il nesso di causalità, non è necessario, di contro, dimostrare la sussistenza dell'elemento soggettivo, risolvendo così almeno il problema dell'imputabilità della condotta²⁵.

Più nel dettaglio, nell'Unione europea, un operatore economico è responsabile per i danni causati da un prodotto difettoso (art. 1 PLD)²⁶.

²⁴ «Per ragioni di certezza del diritto, la presente direttiva non si applica ai prodotti immessi sul mercato o messi in servizio prima del 9 dicembre 2026» (così il Considerando n. 63 della PLD II; cfr. inoltre gli artt. 2, 21 e 22 PLD II).

²⁵ Nelle parole del legislatore europeo, «la responsabilità oggettiva degli operatori economici rimane l'unica soluzione adeguata per affrontare il problema di una giusta ripartizione del rischio inerente alla produzione tecnologica moderna» (così il Considerando n. 2 della PLD II): nello stesso senso, affermando che «le norme nazionali vigenti in materia di responsabilità, in particolare per colpa, non sono adatte a gestire le azioni di responsabilità per danni causati da prodotti e servizi basati sull'IA», COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva relativa all'adeguamento delle norme in materia di responsabilità civile extracontrattuale all'intelligenza artificiale (direttiva sulla responsabilità da intelligenza artificiale)*, Bruxelles, 28.9.2022, COM(2022) 496 final, 1 (c.d. "Proposta di AI Liability Directive": d'ora in poi "Proposta AILD"), sulla base dell'argomento secondo cui «le caratteristiche specifiche dell'IA, tra cui la complessità, l'autonomia e l'opacità (il cosiddetto effetto "scatola nera"), possono rendere difficile o eccessivamente costoso, per quanti subiscono un danno, identificare la persona responsabile e dimostrare che sussistono i presupposti ai fini dell'esito positivo di un'azione di responsabilità. In particolare, quando chiedono un risarcimento, i danneggiati potrebbero dover sostenere costi iniziali molto elevati e affrontare procedimenti giudiziari notevolmente più lunghi rispetto a quanto accade nei casi che non riguardano l'IA» (*ivi*, 1). V. anche il Considerando n. 3 della Proposta AILD e T. MADIEGA, *Artificial intelligence liability directive*, Briefing, EU Legislation in Progress, 2023, 3.

²⁶ La Corte di giustizia ha indicato che la PLD si applica ai prodotti utilizzati durante la fornitura di qualsiasi servizio, ma che la responsabilità di un fornitore di servizi non rientra nell'ambito di applicazione della direttiva. Tuttavia, la direttiva non impedisce agli Stati membri di applicare norme nazionali in base alle quali un fornitore di servizi che utilizza un prodotto difettoso è responsabile dei danni causati da tale utilizzo: v. EUROPEAN COMMISSION, *Liability for emerging digital technologies*, cit., 6; cfr., tuttavia, CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, *Skov A/Eg c Bilka Lavprisvarehus A/S and Bilka Lavprisvarehus A/S c Jette Mikkelsen and Michael Due Nielsen*, C-402/03, 10 gennaio 2006, nn. 37 e 45, secondo cui «la [PLD] dev'essere interpretata nel senso che osta ad una regola nazionale secondo la quale il fornitore risponde illimitatamente della responsabilità del produttore in base alla [PLD]». Ad esempio, «typically aircraft are subject to a strict liability regime and the

Per le peculiarità dei sistemi di IA e, in particolare, per la struttura come *black box* può risultare, tuttavia, complicato provare gli elementi richiesti dalla legge, ossia il carattere difettoso del prodotto, il danno subito e il nesso di causalità tra il difetto e il danno (art. 10 PLD II)²⁷. Sembrano, invece, ormai risolte le incertezze su come e in quale misura la precedente Direttiva 85/374/CEE (c.d. *Product Liability Directive*: d'ora in poi "PLD") si applicasse a determinati tipi di difetti, come quelli derivanti dalla vulnerabilità nella sicurezza informatica del prodotto²⁸. Accogliendo la richiesta di un intervento normativo²⁹, la nuova direttiva chiarisce, infatti, che un *software* deve essere considerato come un prodotto all'interno dell'ambito di applicazione della direttiva (cfr. i Considerando n. 6 e 13 della PLD II e art. 4, par.

party liable for damage is generally the operator[, who,] in the case of autonomous drones[, is] the person or entity that, although not remotely or manually steering it, has control on the overall use of the drone»: EUROPEAN COMMISSION, *Liability for emerging digital technologies*, cit., 12.

²⁷ EUROPEAN COMMISSION, *On Artificial Intelligence - A European approach to excellence and trust*, White Paper, Brussels, 19.2.2020 COM(2020) 65 final, 12 s. and EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence*, cit., 8, 12 ss. e 120 ss.

²⁸ Cfr. il Considerando n. 32 della PLD II, EUROPEAN COMMISSION, *Liability for emerging digital technologies*, cit., 17 s., EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence*, cit., 10 ss., e EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act) and Amending Certain Union Legislative Acts*, Impact Assessment, Brussels, 21.4.2021, SWD(2021) 84 final, PART 1/2, 8 e nota 49; più in generale, EUROPEAN COMMISSION, *Artificial Intelligence for Europe*, Communication, Brussels, 25.4.2018, COM(2018) 237 final, 16.

²⁹ Le nuove tecnologie sfidano l'attuale contesto normativo, in particolare basato sulla PLD, e quindi risulta opportuno un intervento legislativo: COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sulle implicazioni dell'intelligenza artificiale, dell'Internet delle cose e della robotica in materia di sicurezza e di responsabilità*, Bruxelles, 19.2.2020 COM(2020) 64 final, 15 ss. Più in generale, e con specifico riferimento al contesto italiano, ritiene che sia «necessario» un «intervento normativo» a causa della «assenza di una normativa nazionale organica e di efficaci strumenti di tutela a favore di cittadini e imprese», DDL IA, 31.

1, PLD II)³⁰ e ritiene che un prodotto possa risultare difettoso «anche in ragione della sua vulnerabilità in termini di cibersecurity», così come i fabbricanti potrebbero essere responsabili nel caso di «omissione nel fornire aggiornamenti o migliorie di sicurezza del software necessari per rimediare alle vulnerabilità del prodotto in risposta all'evoluzione dei rischi di cibersecurity» (così i Considerando n. 32 e 51 della PLD II; artt. 7, par. 2, lett. *f*, e 11, par. 2, lett. *b* e *c*, PLD II)³¹.

La PLD II introduce, inoltre, un'ipotesi di responsabilità da prodotto difettoso nel caso in cui si effettuino modifiche sostanziali a un prodotto «che venga successivamente messo a disposizione sul mercato» (così il Considerando n. 39 della PLD II) così come nel caso di produzione del bene al di fuori dell'Unione europea (Considerando n. 37 della PLD II; art. 8, par. 1, lett. *c*, PLD II). Ancora, alleggerisce l'onere della prova per i danneggiati in presenza di determinate circostanze (cfr. i Considerando n. 42, 47 e 48 della PLD II e gli artt. 9 e 10 PLD II) e, infine, estende la natura dei danni alle perdite materiali derivanti da morte o lesioni personali o alla distruzione o corruzione di dati (Considerando nn. 20, 21 e 23 della PLD II; art. 6, par. 1, lett. *a* e *c*, PLD II).

Sia pur utile a risolvere il problema dell'imputabilità della condotta, tale direttiva non sembra, tuttavia, sufficientemente adeguata a gestire il problema dell'onere della prova. La presunzione del carattere difettoso di un prodotto, infatti, si affida a una triplice ipotesi, tra cui la condizione secondo la quale «l'attore dimostra che il danno è stato

³⁰ Nel contesto della precedente PLD, era possibile arrivare a tale esito in via interpretativa, in base alla nozione ampia di «prodotto» (art. 2 PLD). Sostiene che la PLD «covers all types of products, ranging from raw materials to complex industrial products, now including emerging digital technology products», EUROPEAN COMMISSION, *Liability for emerging digital technologies*, cit., 6.

³¹ Nel contesto della precedente PLD, era possibile arrivare a tale esito in via interpretativa, in base alla nozione ampia di prodotto «difettoso» (art. 6 PLD). Per l'affermazione secondo cui «even though products are much more complex today than in 1985, the Product Liability Directive continues to be an adequate tool. However, we need to clarify the legal understanding of certain concepts (such as product, producer, defect, damage and the burden of proof)», EUROPEAN COMMISSION, *on the Application of the Council Directive on the approximation of the laws, regulations, and administrative provisions of the Member States concerning liability for defective products*, Report, Brussels, 7.5.2018 COM(2018) 246 final, 2.

causato da un malfunzionamento evidente del prodotto durante l'uso ragionevolmente prevedibile o in circostanze ordinarie» (art. 10, par. 2, lett. c, PLD II). Si presume, inoltre, l'esistenza del nesso causale quando «sia stato provato che il prodotto è difettoso e che la natura del danno cagionato è compatibile con il difetto in questione» (art. 10, par. 3, PLD II). La reale tutela degli investitori passa, inevitabilmente, dalla concreta applicazione di tali norme.

Questa soluzione non risulta, tuttavia, pienamente efficace perché la responsabilità civile richiede un'azione che non necessariamente è intrapresa da un investitore danneggiato dalle informazioni false o fuorvianti diffuse dai sistemi di IA, per i costi di transazione ad essa associati. Per tale ragione, in questo contesto la tradizionale considerazione che le norme sulla responsabilità civile forniscono incentivi economici alla parte responsabile per evitare di causare danni³² incontra peculiari difficoltà, rendendo così la responsabilità civile di minore utilità in questo specifico contesto a prevenire le esternalità negative³³. Più in generale, se non si possono prevedere le soluzioni che un sistema di IA può raggiungere o gli effetti che può avere, non si può nemmeno mettere in atto la condotta che la responsabilità oggettiva intende incentivare, come quella di prendere le precauzioni necessarie o di calibrare il livello di rischio che si è disposti a tollerare³⁴.

³² Per tutti F. SARTORI, *op. cit.*, 211 e nota 36 ove ampi riff.

³³ In termini generali COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sulle implicazioni dell'intelligenza artificiale, dell'Internet delle cose e della robotica in materia di sicurezza e di responsabilità*, cit., 12; affermando che solo «effective liability rules [could] provide an economic incentive to comply with safety rules and therefore contribute to preventing the occurrence of damage», Proposta AILD, 3, EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on adapting non-contractual civil liability rules to artificial intelligence*, cit., 6, e EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act) and Amending Certain Union Legislative Acts*, cit., 88.

³⁴ Y. BATHAEE, *op. cit.*, 894 e 931 s.

4. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità penale

Priva di costi di transazione che i privati dovrebbero sopportare risulta, di contro, la possibilità di perseguire la responsabilità penale del programmatore o dell'utilizzatore del sistema di IA. Tuttavia, tale responsabilità richiede la prova del dolo: «gli Stati membri», infatti, «adottano le misure necessarie affinché la manipolazione del mercato ... costituisca reato, almeno nei casi gravi e se commessa con dolo» (art. 5, par. 1, Direttiva 2014/57/UE, d'ora in poi "MAD II"). Ciò rende difficile applicarla ai sistemi di IA "forti" in quanto: (1) l'*output* non dipende dall'interazione umana e quindi manca una consapevolezza sufficientemente determinata della situazione nella quale si verifica il reato³⁵; e (2) potrebbe mancare anche la volizione che, al suo livello più basso – e cioè il dolo eventuale – potrebbe sussistere solo se emerge, dalle circostanze di fatto, che l'utilizzatore del sistema di IA ha accettato la possibilità che il sistema diffondesse informazioni false o fuorvianti³⁶.

Meno arduo sembra, semmai, dimostrare la responsabilità da reato dell'ente che potrebbe risultare utile per via del suo effetto di deterrenza. Con specifico riferimento all'ordinamento italiano, ad

³⁵ F. CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 218 s. In via generale, «given the automated, fast, interconnected, and increasingly sophisticated nature of algorithmic trading systems due to AI, traditional liability rules and tests – eg, intent, causation, foreseeability, negligence – will find an increasingly troublesome scope of application», A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *The Regulation of AI Trading from an AI Life Cycle Perspective*, EBI Working Paper Series no. 130, 2022, 22 e sostenendo che «black-box AI may do things in ways the creators of the AI may not understand or be able to predict» e quindi «intent tests become impossible to satisfy. If intent tests cannot be satisfied, laws relying on them will cease to function», Y. BATHAEE, *op. cit.*, 907. Per la verità, «anche una volta individuato il nesso causale tra *input* umano e *output* algoritmico gli illeciti di abuso di mercato richiedono, sul piano della responsabilità penale, quale elemento soggettivo indefettibile una componente intenzionale ravvisabile unicamente quando l'algoritmo sia usato come strumento per la commissione del reato», F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 37.

³⁶ Limitatamente al problema oggetto del presente lavoro, pare allora inefficace la proposta di modifica dell'art. 185 TUF che aumenta la pena in caso di manipolazione informativa «se i fatti sono commessi mediante l'impiego di sistemi di intelligenza artificiale» (art. 25, co. 4, DDL IA).

esempio, «la responsabilità dell'ente sussiste anche quando l'autore del reato non è stato identificato o non è imputabile» (art. 8, co. 1, lett. a, D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231)³⁷. Oltre al fatto che non si applica nel caso di un individuo che utilizza un sistema di IA “forte”, tale soluzione non è comunque agevole. Anzitutto, la norma italiana «continua a richiedere un fatto commesso da un individuo, pur non imputabile, punibile o individuato»³⁸, ciò che nel caso di specie non si verifica. Inoltre, anche qualora sia sufficiente provare il “fatto di reato”, occorre dimostrare comunque anche la colpa in organizzazione della società. In terzo luogo, rimane comunque difficile individuare persone fisiche in posizione di garanzia quando il prodotto – e cioè il sistema di IA “forte” – è tipicamente opera di un *team* e non di un singolo individuo³⁹. In ogni caso, è necessario da ultimo verificare se l'evento realizzato rientri o meno nel rischio consentito, perché ci sono eventi avversi che non sono puniti.

5. Informazioni false o fuorvianti e responsabilità amministrativa

Nel contesto della responsabilità amministrativa, è innegabile che «la semplice idoneità delle dichiarazioni non veritiere a produrre effetti sui mercati rende le stesse illecite e sanzionabili, indipendentemente dall'eventuale finalità ludica del *deepfake* e, più in generale, dalla circostanza che gli autori del *deepfake* intendano o meno manipolare il prezzo di uno o più strumenti finanziari»⁴⁰.

Allo stesso tempo, però, il divieto di manipolazione informativa si applica solo se «la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti» (art. 12, par. 1, lett. c, MAR; più in generale, in Italia, è previsto che «nelle violazioni cui è applicabile una sanzione amministrativa

³⁷ Sul punto, F. CONSULICH, *op. cit.*, 224 ss.

³⁸ Così F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 82.

³⁹ Potrebbero, in altri termini, difettare le condizioni necessarie per imputare la responsabilità: M. COECKELBERGH, *Artificial Intelligence, Responsibility Attribution, and a Relational Justification of Explainability*, in 26.4. *Science and Engineering Ethics* (2020), 2055.

⁴⁰ F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 58.

ciascuno è responsabile della propria azione od omissione, cosciente e volontaria, sia essa dolosa o colposa»: art. 3 della legge 24 novembre 1981, n. 689). Di conseguenza, è necessario dimostrare la colpa o il dolo per attribuire la responsabilità di tipo amministrativo⁴¹.

Ora, pacifica la sua sussistenza dell'elemento soggettivo nel caso di utilizzo di un sistema di IA "debole" il cui *output* dipende dagli *input* immessi dal programmatore o dall'utilizzatore⁴², non è altrettanto chiaro se tale elemento sussista nel caso di utilizzo di un sistema di IA "forte". Secondo l'orientamento prevalente, i problemi menzionati in esordio (*supra*, par. 2) escludono l'esistenza di una responsabilità amministrativa: risulta difficile sostenere che, nel caso concreto, il responsabile del sistema di IA "forte" fosse – o potesse essere – a conoscenza del fatto che l'informazione specifica generata e divulgata dal sistema fosse falsa o fuorviante⁴³.

⁴¹ Sulla necessità dell'elemento soggettivo per la responsabilità amministrativa c'è ampio dibattito. Ad esempio, con specifico riferimento all'ipotesi di invio di segnali falsi o fuorvianti, nel senso che non sia necessario l'elemento soggettivo, poiché l'esistenza di tali segnali per il mercato dovrebbe essere condotta sulla base di criteri oggettivi, CORTE AELS, *Criminal proceedings against F and G.*, causa E-5/19, 4 febbraio 2020, spec. par. 53 ss., sulla quale, *contra*, C. PICCIAU, *Recenti spunti giurisprudenziali sulla frammentaria nozione di manipolazione del mercato*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1304, secondo cui l'elemento soggettivo sarebbe «implicito o sottinteso nel dettato normativo europeo», non essendo possibile distinguere «tra condotte lecite e manipolazioni vietate sul piano esclusivamente oggettivo»; ritiene, invece, «disproportionate to sanction a behaviour without the mental element of the investor», V.D. TOUNTOPOULOS, *Manipulation in Illiquid Markets – A Tale of Inefficiency?*, in 14.3 *ECFR* (2017), 484; ma v. già, facendo leva sulla lettera dell'Allegato, sezione B, della proposta di direttiva c.d. MAD I, G. FERRARINI, *op. cit.*, 724 ss. Il discorso, tuttavia, non rileva nel caso della manipolazione informativa, perché la lettera dell'art. 12, par. 1, lett. c, MAR, suggerisce che «an intention requirement applies»: in questo senso anche N. MOLONEY, *op. cit.*, 719, da cui la cit.

⁴² Infatti, «per i sistemi di [IA] deboli le regole giuridiche in vigore poss[on]o essere applicate estensivamente per contrastare tali condotte illecite»: così F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 58.

⁴³ Esprimono dubbi al riguardo F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 58, che suggeriscono quindi «un intervento correttivo delle fattispecie previste dal ... MAR» e aggiungono, inoltre, che «per i sistemi di [IA] forti è invece necessario adottare *ex novo* criteri di imputazione della responsabilità, che rendano effettivi i presidi che tutelano il regolare funzionamento degli scambi» (*ivi*, 97); nel senso che manchi questa condizione, A. AZZUTTI - W-G.

6. (segue). *Una possibile soluzione al problema*

Una possibile soluzione per mitigare il rischio di ledere l'integrità dei mercati finanziari e compromettere la fiducia del pubblico (*supra*, par. 1) potrebbe consistere allora nel ritenere sanzionabile il comportamento dell'utilizzatore di un sistema di IA "forte" in due ipotesi: in un primo scenario, se l'utilizzatore non si attiva per rimuovere e rettificare l'informazione falsa o fuorviante inizialmente diffusa e conosciuta; in un secondo scenario, se il sistema di IA già utilizzato diffonde un'ulteriore informazione falsa o fuorviante a causa dello stesso difetto presente in occasione della prima informazione diffusa⁴⁴.

In entrambi i casi, infatti, si configura anzitutto un comportamento illecito, perché l'utilizzatore ha diffuso una informazione «tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo» idonea a «fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale o artificiale» (art. 12, par. 1, lett. c, e art. 15 MAR). Pare possibile, inoltre, muovere un rimprovero a titolo di dolo o colpa all'utilizzatore⁴⁵, secondo un'impostazione già adottata con riferimento alle piattaforme digitali.

RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the "Black Box" Matters*, cit., 118 s. e A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *The Regulation of AI Trading from an AI Life Cycle Perspective*, cit., 21 s.; più di recente, F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 8 ss., 70 e 153 ss.

⁴⁴ Non mancano, naturalmente, ulteriori ipotesi. Ad esempio, nel caso di manipolazione informativa ad opera di una impresa di investimento che utilizzi algoritmi, potrebbero applicarsi analogicamente, per identità di *ratio*, le norme in materia di negoziazione algoritmica: nel regime di MiFID, «le imprese di investimento che effettuano negoziazione algoritmica» devono porre «in essere controlli dei sistemi e del rischio efficaci e idonei per l'attività esercitata volti a garantire che i propri sistemi di negoziazione ... impediscano l'invio di ordini erronei o comunque un funzionamento dei sistemi tale da creare un mercato disordinato o contribuirvi»; le imprese di investimento devono porre «in essere anche controlli efficaci dei sistemi e del rischio per garantire che i sistemi di negoziazione non possano essere utilizzati per finalità contrarie al [MAR]» (art. 17, par. 1, MiFID II; cfr., inoltre, il Considerando n. 10 del Regolamento Delegato (UE) 2017/589). Nel testo si è preferito, nondimeno, trattare di casi più generali.

⁴⁵ Con specifico riferimento all'uso di sistemi di IA, esclude «an intentional design decision», ma ammette che ci possa essere «negligence», Y. BATHAEE, *op. cit.*, 914.

In quel contesto, i gestori delle piattaforme non sono tenuti a «ricercare attivamente fatti o circostanze che indichino la presenza di attività illecite» all'interno del sistema e su di essi non grava «un obbligo generale di sorveglianza» sulla condotta degli utenti (art. 15, par. 1, Direttiva 2000/31/CE: c.d. *Directive on electronic commerce*, d'ora in poi "DEC"; Considerando n. 30 e art. 8 Regolamento (UE) 2022/2065: c.d. *Digital Services Act*, d'ora in poi "DSA"). Tuttavia, sono responsabili della memorizzazione e diffusione presso il pubblico delle informazioni e dei contenuti digitali forniti dagli utenti se – venuti a conoscenza della loro effettiva illiceità, o avendo colpevolmente ignorato tale circostanza – non si sono attivati «immediatamente» per rimuoverli (art. 14, par. 1, lett. b, DEC; Considerando n. 22 e art. 6, par. 1, lett. b, DSA)⁴⁶. Stando all'orientamento giurisprudenziale in materia, la responsabilità dei gestori – che, come è evidente, sorge in un momento successivo alla diffusione delle informazioni – non è oggettiva, ma per colpa⁴⁷.

Né vale obiettare che, diversamente dal contesto delle piattaforme digitali, non sussiste un dovere esplicito di attivarsi per rimuovere o rettificare informazioni false o fuorvianti diffuse da un sistema di IA "forte". Il confronto con il regime delle piattaforme digitali, infatti, non serve a identificare un nuovo obbligo in capo agli utilizzatori di un sistema di IA "forte", ma aiuta, invece, unicamente, a comprendere che possa sussistere l'elemento soggettivo.

Ora, la soluzione proposta è *ex post* e può applicarsi solamente una volta che la prima informazione falsa è stata diffusa. Potrebbe quindi non essere pienamente efficace a prevenire esternalità negative. In

⁴⁶ Per un approfondimento, E.R. RESTELLI, *Le piattaforme digitali*, Milano, 2022, 17.

⁴⁷ Facendo leva sul fatto che «l'illegalità dell'attività» deve essere «manifesta», ritiene che il gestore della piattaforma risponda solo per dolo o colpa grave, Cass., 21 marzo 2019, n. 7708, con nota adesiva di E. TOSI, *La disciplina applicabile all'hosting provider per la pubblicazione di contenuti digitali protetti dal diritto di autore. Tra speciale irresponsabilità dell'ISP passivo e comune responsabilità dell'ISP attivo alla luce di Cassazione 7708/2019 e 7709/2019*, in *Riv. dir. ind.*, 2019, 245; considera, invece, «sufficiente che il prestatore di servizi sia stato, in qualunque modo, al corrente di fatti o circostanze in base alle quali un operatore economico diligente avrebbe dovuto constatare l'illiceità» dei contenuti pubblicitari, CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UNIONE EUROPEA, *cause riunite F. Peterson c YouTube e Elsevier c Cyando*, C-682/18 - C. 683/18, 22 giugno 2021, n. 115.

attesa di interventi *de jure condendo* che attribuiscono un potere preventivo, questa strategia consente, in ogni caso, di limitare i danni derivanti da una diffusione indiscriminata di informazioni e può anche incentivare preventivamente gli utilizzatori a testare i propri sistemi di IA per evitare che si verifichino tali eventi. Infatti, sarebbe poco efficiente investire in sistemi di IA se poi l'utilizzatore fosse costretto a bloccare il sistema in caso di diffusione di informazioni false o fuorvianti⁴⁸.

7. I poteri attribuiti al gestore del mercato finanziario e all'autorità di vigilanza competente

In ogni caso, l'ordinamento giuridico prevede ulteriori strategie di *enforcement*, quali i poteri attribuiti al gestore del mercato finanziario e all'autorità di vigilanza competente.

Da un lato, un mercato regolamentato ha il potere «di sospendere o limitare temporaneamente le negoziazioni qualora si registri un'oscillazione significativa nel prezzo di uno strumento finanziario in tale mercato o in un mercato correlato in un breve lasso di tempo e, in casi eccezionali» ha il potere di «sopprimere, modificare o correggere qualsiasi transazione» (c.d. “*trading halt*” o “*circuit breaker*”: art. 48, par. 5, Direttiva 2014/65/UE: d'ora in poi “MiFID II”)⁴⁹. Questo potere rappresenta la “prima linea di difesa” per gestire il rischio di un malfunzionamento dei mercati finanziari ed è giustificato dalla

⁴⁸ L'esito interpretativo a cui conduce l'argomentazione nel primo scenario potrebbe, nondimeno, esporsi a criticità. Perché possa essere comminata una sanzione amministrativa nel caso di manipolazione informativa ad opera di un sistema di IA “forte” è necessario, infatti, in tal caso, uno sfasamento temporale tra la commissione del fatto e il sorgere dell'elemento soggettivo. Il perseguimento di interessi pubblici suggerisce, in ogni caso, la preferenza verso la soluzione adottata. Se si ritiene, di contro, che lo sfasamento temporale impedisca l'applicazione di sanzioni amministrative, si può muovere allora verso una prospettiva *de jure condendo*: sarebbe, pertanto, opportuno che il legislatore imponesse agli utilizzatori di sistemi di IA “forti” di attivarsi immediatamente per rimuovere o rettificare informazioni false o fuorvianti diffuse.

⁴⁹ Sul punto, nella letteratura domestica e in quella statunitense, per tutti, rispettivamente, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 1005 e F. PARTNOY, *The Abram L. Pomeranz Lecture: Don't Blink. Snap Decisions and Securities Regulation*, in 77.1 *Brooklyn L. Rev.* (2011), 168 ss., spec. 173 ss. Per ulteriori poteri delle *trading venues*, F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 134 ss.

funzione di *gatekeeping* svolta dai gestori. Una pluralità di circostanze ostacola, tuttavia, l'esercizio di questo potere. Anzitutto, il rischio di qualificare l'esercizio di tale potere come manipolazione del mercato o, comunque, come una pratica anti-competitiva (es. rallentare gli ordini di investimento nel caso di *high frequency trading*: c.d. "*speed bumps*"⁵⁰) costituisce un disincentivo all'utilizzo di tale potere. In secondo luogo, per evidenti motivi commerciali, i gestori potrebbero non essere sufficientemente incoraggiati a condurre un rigido *screening* sugli algoritmi, soprattutto quando sono in presenza di una dinamica altamente competitiva con le altre sedi di negoziazione che cercano di attirare clienti. Un ulteriore ostacolo è rappresentato, infine, dalla portata limitata della vigilanza *cross-border*, che può effettivamente essere fonte di fallimento della vigilanza⁵¹.

Per altro verso, l'autorità di vigilanza può utilizzare i poteri interdittivi previsti dalla legge. In Italia, ad esempio, «qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di violazioni delle norme» in materia di abusi di mercato, la Consob può, anche in via cautelare: (1) «ordinare la cessazione temporanea o permanente di qualunque pratica o condotta» (art. 187-*octies*, co. 6, lett. *a*, TUF); e (2) «adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato con riguardo, tra l'altro, alla correzione di informazioni false o fuorvianti precedentemente divulgate, anche imponendo ai soggetti interessati di pubblicare una dichiarazione di rettifica» (art. 187-*octies*, co. 6, lett. *b*, TUF). Questi poteri rappresentano la "seconda linea di difesa" e sono giustificati dalla funzione pubblica svolta dalle autorità di vigilanza. Diversamente dal potere dei mercati regolamentati, sono inoltre più facili da usare, perché il regime di responsabilità previsto per l'improprio utilizzo di tali poteri da parte delle autorità di vigilanza non ha un effetto deterrente analogo. Inoltre, diversamente dalle organizzazioni private, le autorità preposte alla vigilanza sui mercati finanziari non perseguono interessi privati che

⁵⁰ F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 136 s.

⁵¹ A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the "Black Box" Matters*, cit., 125.

possano, in qualche modo, alleviare la funzione di *gatekeeping*⁵². Infine, potendo essere un *enforcement* pubblico *ex ante*, risulta anche la strategia più efficace a prevenire esternalità negative.

8. *Le iniziative legislative promosse nell'Unione europea*

Il fenomeno affrontato è in continua evoluzione, così come il relativo regime normativo. L'Unione europea, infatti, ha adottato – o è in procinto di adottare – una pluralità di atti normativi in questo ambito.

Più nel dettaglio, con specifico riferimento alla responsabilità civile, è stata pubblicata una proposta di AI Liability Directive (Proposta AILD)⁵³, che consente di presumere la colpevolezza del convenuto in alcuni casi (art. 3, par. 5, Proposta AILD). Anch'essa utile per risolvere il problema dell'imputazione della condotta, soffre del medesimo limite già analizzato con riferimento alla PLD II, relativo alla prova del nesso di causalità tra la condotta e il danno. È vero che la Proposta AILD prevede la possibilità di presumere anche il nesso di causalità. Tuttavia, oltre alla dimostrazione della colpa del convenuto oppure all'affidamento del meccanismo della presunzione, si richiede che si possa «ritenere ragionevolmente probabile, sulla base delle circostanze del caso, che il comportamento colposo abbia influito sull'output prodotto dal sistema di IA» (art. 4, par. 1, lett. *a* e *b*, Proposta AILD), il che pare arduo nel caso di utilizzo di sistemi di IA “forti”.

Sotto un diverso profilo, il problema della diffusione di informazioni false o fuorvianti ad opera di un sistema di IA può essere affrontato dal Regolamento (UE) 2024/1689 (c.d. *Artificial Intelligence Act*: d'ora in poi “AI Act”). In particolare, «i fornitori di sistemi di IA, compresi i

⁵² A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the “Black Box” Matters*, cit., 132 s.

⁵³ Questa proposta di legge vuole adattare le norme sulla responsabilità extracontrattuale, in particolare quella basata sulla colpa, all'intelligenza artificiale e, pertanto, per le ragioni già esposte (*supra*, par. 2), non sembra così efficace nel prevenire il problema discusso in questo lavoro. Alcune nuove norme potrebbero però aiutare: ad esempio, quella che consente al giudice di presumere la colpa del convenuto qualora questi non si conformi «all'ordinanza con cui l'organo giurisdizionale nazionale, nel contesto di una domanda di risarcimento del danno, gli ingiunge di divulgare o conservare gli elementi di prova a sua disposizione» (art. 3, par. 5, Proposta AILD).

sistemi di IA per finalità generali, che generano contenuti audio, immagine, video o testuali sintetici, garantiscono che gli output del sistema di IA siano marcati in un formato leggibile meccanicamente e rilevabili come generati o manipolati artificialmente» (art. 50, par. 2, AI Act). Inoltre, «i *deployer* di un sistema di IA che genera o manipola immagini o contenuti audio o video che costituiscono un “deep fake” rendono noto che il contenuto è stato generato o manipolato artificialmente» (art. 50, par. 4, co. 1, AI Act). Allo stesso modo, «i *deployer* di un sistema di IA che genera o manipola un testo pubblicato allo scopo di informare il pubblico su questioni di interesse pubblico rendono noto che il testo è stato generato o manipolato artificialmente» (art. 50, par. 4, co. 2, AI Act). Tali informazioni devono essere «fornite alle persone fisiche interessate in maniera chiara e distinguibile al più tardi al momento della prima interazione o esposizione» (art. 50, par. 5, AI Act). Inoltre, la non conformità agli obblighi di trasparenza per i fornitori e i *deployers* ex art. 50 AI Act «è soggetta a sanzioni amministrative pecuniarie fino a 15 000 000 EUR o, se l'autore del reato è un'impresa, fino al 3 % del fatturato mondiale totale annuo dell'esercizio precedente, se superiore» (art. 99, par. 4, lett. g, AI Act), oltre alla possibilità per gli Stati membri di stabilire «le norme relative alle sanzioni e alle altre misure di esecuzione, che possono includere anche avvertimenti e misure non pecuniarie» in caso di violazione dell'AI Act (art. 99, par. 1, AI Act). Come emerge dall'ampio dibattito sulla funzione della trasparenza nei mercati finanziari⁵⁴, non è detto, tuttavia, che un *warning* sia completamente efficace a tutelare gli investitori e a prevenire comportamenti irrazionali. Del resto, «essere informati che un *output* è generato artificialmente non fornisce alcuna informazione sulla sua fattualità o veridicità»⁵⁵.

9. Conclusione

Molteplici sono le proposte *de jure condendo* avanzate per affrontare il problema discusso nel presente lavoro.

⁵⁴ Per tutti, H. KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, in 28.3. *The Business Lawyer* (1973), 631.

⁵⁵ S. WACHTER - B. MITTELSTADT - C. RUSSELL, *Do large language models have a legal duty to tell the truth?*, in 11 *R. Soc. Open Sci.* (2024), 28.

Con specifico riferimento all'imputabilità della responsabilità nel caso di diffusione di informazioni false o fuorvianti ad opera di sistemi di IA "forti", l'alternativa a un approccio volto a considerare gli effetti delle loro decisioni (c.d. *outcome-based approach*) consiste nel ricollegare la responsabilità di un soggetto alla violazione di taluni obblighi, con l'obiettivo di innestare nei programmi utilizzabili delle misure di protezione volte a "neutralizzare" possibili *output* contrari agli interessi protetti dall'ordinamento⁵⁶. Un simile modo di procedere può concretizzarsi, alternativamente, nell'imporre una verifica di conformità preventiva affidata a una terza parte oppure a controlli interni del *provider*⁵⁷, secondo una strategia già utilizzata, ad esempio, nel regime di MiFID nei confronti di una impresa di investimento che utilizzi algoritmi (art. 17, par. 1, MiFID II; cfr., inoltre, il Considerando n. 10 e gli artt. 5-10 del Regolamento Delegato (UE) 2017/589). Più nel dettaglio, si potrebbe richiedere l'adozione di un metodo per temperare i risultati casuali che possono verificarsi⁵⁸. È vero che nel caso di sistemi di IA autonomi, costruiti come *black box*, non è chiaro se l'autorità di vigilanza disponga delle conoscenze, competente e possibilità necessarie per un adeguato controllo⁵⁹. Allo stesso tempo, è pur vero che la previsione di tali obblighi favorisce l'individuazione (almeno) della negligenza di chi sarebbe preposto a temperare gli *output* casuali.

⁵⁶ Per un approfondimento teorico F. CONSULICH - M. MAUGERI - C. MILIA - T.N. POLI - G. TROVATORE, *op. cit.*, 11; per l'indicazione al Governo di introdurre fattispecie di reato «incentrate sull'omessa adozione o l'omesso adeguamento di misure di sicurezza per la produzione, la messa in circolazione e l'utilizzo professionale di sistemi di intelligenza artificiale», cfr. l'art. 22, co. 5, lett. b, DDL IA.

⁵⁷ EUROPEAN COMMISSION, *Accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Laying Down Harmonised Rules on Artificial Intelligence (Artificial Intelligence Act) and Amending Certain Union Legislative Acts*, cit., 56 ss.

⁵⁸ Sul punto, in via generale, C. NOVELLI - F. CASOLARI - P. HACKER - G. SPEDICATO - L. FLORIDI, *Generative AI in EU Law: Liability, Privacy, Intellectual Property, and Cybersecurity*, Working Paper, 15 March 2024, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4694565>, 6.

⁵⁹ Con specifico riferimento alla negoziazione algoritmica e alle imprese di investimento, A. AZZUTTI - W-G. RINGE - H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the "Black Box" Matters*, cit., 124.

Intervenendo a prescindere dalla (e, quindi, anche prima della) divulgazione delle informazioni al mercato, questa ipotesi di responsabilità potrebbe essere più efficace a prevenire esternalità negative rispetto alle strategie normative *ex post* e ai poteri di vigilanza che, peraltro, sono esposti ai problemi di avere risorse necessarie⁶⁰ e della difficoltà ad individuare pratiche di manipolazione sofisticate⁶¹. Allo stesso tempo, non mancano controindicazioni. La proposta potrebbe, anzitutto, risultare eccessivamente costosa per il settore privato, rappresentando, per conseguenza, un ostacolo all'innovazione. Il modello di pagamento necessario nel caso di verifica ad opera di una terza parte potrebbe, inoltre, creare possibili conflitti di interesse e quindi compromettere l'efficacia della strategia normativa.

In definitiva, anche alla luce delle criticità sulle eventuali novità normative, la possibilità di irrogare sanzioni amministrative e di esercitare i poteri già attribuiti ai gestori delle sedi di negoziazione e alle autorità di vigilanza può contribuire alla discussione sulla gestione più adeguata del rischio di ledere l'integrità dei mercati e di compromettere la fiducia dei partecipanti a causa dell'utilizzo di sistemi di IA che diffondano informazioni false o fuorvianti.

⁶⁰ T.C.W. LIN, *op. cit.*, 1294 ss.

⁶¹ T.C.W. LIN, *op. cit.*, 1296 ss.

Corporate governance bancaria e gestione del rischio. Problemi e prospettive in vista della CRD VI e del CRR III

SOMMARIO. 1. Premessa – 2. L'intervento pubblico tra specialità della governance bancaria e generalità degli interessi coinvolti – 3. Il percorso regolamentare verso un capitalismo solidale – 4. Le modifiche alla CRD e al CRR – 5. Dalla regolazione della realtà novecentesca alla finanziarizzazione dello sviluppo sostenibile.

1. Premessa

Centrale, rispetto al tema del convegno 'Regolazione del rischio nel Diritto dei mercati finanziari'¹, è la problematica della gestione dei rischi assunti dagli enti creditizi e la valutazione delle conseguenti implicazioni sulla stabilità del settore finanziario. Ed invero, la CRD viene ora modificata al fine di improntare il sistema della vigilanza prudenziale ai criteri posti a presidio dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (cd. ESG).

Il regolatore europeo ha predisposto un intervento siffatto nel contesto dell'ampio progetto del Green Deal² e, quindi, di una serie di azioni finalizzate alla promozione della finanza sostenibile³. Trattasi,

¹ Il convegno testé indicato, organizzato dall'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE), dedicato ai giovani studiosi del Diritto dell'Economia, si è svolto nelle giornate del 13 e 14 giugno 2024 presso l'Università degli Studi di Cagliari, Dipartimento di Giurisprudenza.

² Nel muovere dalla considerazione che il *Green Deal* europeo, introdotto dalla Commissione nella comunicazione dell'11 dicembre 2019, ha segnato l'impegno per un'Unione climaticamente neutra entro il 2050, sia consentito far subito riferimento a F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, *passim* e ai risultati conseguiti in ordine all'analisi della recente "svolta significativa nei processi economici", ivi intesa con riferimento alla situazione che ha influenzato le scelte decisionali della politica, assunte nella consapevolezza che la crescita e le corrette interazioni sociali non debbano essere realizzate a danno della natura e della dignità dell'uomo.

³ Ai fini della presente indagine occorre aver riguardo al compendio normativo atto a conferire sistematicità alla produzione di informazione, al controllo degli investimenti e alla gestione dei rischi ambientali e sociali, donde il riferimento ad un insieme di elementi che, come è stato evidenziato, sono riconducibili all'intento di migliorare la sostenibilità, tra i quali rileva: (i) il Regolamento 2019/2088 relativo

dunque, di modifiche disciplinari atte a dare concretezza giuridica alla transizione verso un'economia sostenibile sancita dalle varie sessioni della *United Nations Framework Convention on Climate Change* (UNFCCC) e, quindi, dall'accordo di Parigi⁴ e dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite⁵. È comune e generalizzato, infatti, il convincimento secondo cui tale transizione richiederà la mobilitazione di ingenti risorse finanziarie, da parte del settore pubblico e di quello privato; ciò al fine di evitare la possibilità che taluni pericoli minino l'esito della transizione stessa⁶. Pertanto, appare doveroso ipotizzare che la circolazione delle predette risorse e l'ovvia connessa assunzione dei relativi rischi possono avere implicazioni per la stabilità (sia dei singoli enti che del sistema finanziario nel suo complesso), come in apertura si è sottolineato.

all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR); (ii) il Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili; (iii) il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 sull'integrazione dei fattori, dei rischi e delle preferenze di sostenibilità per le imprese di investimento; (iv) il Regolamento delegato (UE) 2021/1255 sui rischi e i fattori di sostenibilità per i gestori di fondi di investimento alternativi; (v) il Regolamento delegato (UE) 2021/1256 ed il Regolamento delegato (UE) 2021/1257 sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito della *governance* delle imprese di assicurazione e riassicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi; ed (vi) la Direttiva delegata (UE) 2021/1269 sull'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti.

⁴ Adottato il 12 dicembre 2015 nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici ("accordo di Parigi").

⁵ Cfr. S. NESPOR, *La lunga marcia per un accordo globale sul clima: dal Protocollo di Kyoto all'Accordo di Parigi*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016; D. VARANI, D. LUNETTA e D. DI MARTINO, *Regolamentazione esg: stato dell'arte e prospettive future*, in *dirittobancario.it*, 3 marzo 2022. Gli AA. nel testo hanno evidenziato come negli anni all'interno del sistema finanziario sia sorta la necessità di favorire lo sviluppo di un modello di sviluppo economico che consideri e includa i fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale (c.d. fattori ESG – *Environmental, Social and Governance*); M. MONTINI, *Il cambiamento climatico e il Protocollo di Kyoto*, in *Quaderni della Rivista giuridica dell'ambiente*, Speciale 20 Anni, 2006, 21 ss.

⁶ Cfr. I. VISCO, *Innovazione e sostenibilità: sfide per l'industria finanziaria europea e italiana nella prospettiva post-Covid*, relazione esposta nel Convegno Annuale dell'Associazione Europea del Diritto Bancario e Finanziario, novembre 2021, in www.bancaditalia.it.

Va altresì considerato che, dall'inizio di questo millennio, la relazione che intercorre tra la regolazione dei rischi e la *corporate governance* bancaria si pone a valle di una metamorfosi dell'intervento pubblico; intervento che - negli intenti del regolatore europeo - supera gli originari obiettivi della vigilanza prudenziale per proiettarsi verso un'azione volta a condizionare gli impieghi in funzione degli obiettivi di eco-compatibilità e sostenibilità indicati dai *policy maker*.

Si è in presenza, dunque, di una proiezione della vigilanza che si allontana dal 'paradigma della neutralità'⁷, in ragione dello specifico intento di orientare i flussi finanziari verso la crescita di imprese sostenibili. Di fondo sembra che venga confermato il convincimento di taluni studiosi secondo i quali la vigilanza è essenzialmente di natura tecnica⁸, per cui riesce agevole comprendere che essa è aperta a recepire

⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, *passim*; Nel quadro del conseguimento della neutralità climatica sono altresì stati adottati i seguenti provvedimenti: (i) il Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il Regolamento (CE) n. 401/2009 e il Regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»), (ii) il Regolamento (UE) 2018/842 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, relativo alle riduzioni annuali vincolanti delle emissioni di gas serra a carico degli Stati membri nel periodo 2021-2030 come contributo all'azione per il clima per onorare gli impegni assunti a norma dell'accordo di Parigi e recante modifica del Regolamento (UE) n. 525/2013, (iii) il Regolamento (UE) 2023/857 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 aprile 2023 che modifica il Regolamento (UE) 2018/842, relativo alle riduzioni annuali vincolanti delle emissioni di gas serra a carico degli Stati membri nel periodo 2021-2030 come contributo all'azione per il clima per onorare gli impegni assunti a norma dell'accordo di Parigi, nonché il Regolamento (UE) 2018/1999, (iv) Regolamento (UE) 2018/841 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, relativo all'inclusione delle emissioni e degli assorbimenti di gas a effetto serra risultanti dall'uso del suolo, dal cambiamento di uso del suolo e dalla silvicoltura nel quadro 2030 per il clima e l'energia, e recante modifica del Regolamento (UE) n. 525/2013 e della decisione n. 529/2013/UE e (v) il Regolamento (UE) 2023/839 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 aprile 2023 che modifica il Regolamento (UE) 2018/841 per quanto riguarda l'ambito di applicazione, semplificando le norme di comunicazione e conformità e stabilendo gli obiettivi degli Stati membri per il 2030, e il Regolamento (UE) 2018/1999 per quanto riguarda il miglioramento del monitoraggio, della comunicazione, della rilevazione dei progressi e della revisione.

⁸ Cfr. G. AMATO, *Governare l'economia globale. Introduzione al volume di Astrid "Governare l'economia globale. Nella crisi e oltre la crisi"*, Firenze, 2009; M. SEPE,

i possibili cambiamenti indotti dall'evoluzione del sistema finanziario ovvero dall'affermazione di innovative esigenze comportamentali.

2. *L'intervento pubblico tra specialità della governance bancaria e generalità degli interessi coinvolti*

Non v'è dubbio che la «sana e prudente gestione» di un ente creditizio e il contenimento del rischio, nelle sue diverse configurazioni, qualificano l'essenza del criterio ordinatore indicato nell'art. 5 del d. lgs. 385 del 1993, fondamento del modello imprenditoriale bancario. Non a caso, l'una e l'altro sono stati assunti a base dell'intervento pubblico disposto dal regolatore europeo allorquando ha voluto introdurre una necessaria correlazione tra l'attività bancaria e il contesto ambientale in cui quest'ultima viene esercitata. Ciò ovviamente comporta l'esigenza di ascrivere un innovativo significato alla definizione dell'interesse sociale di una banca e, quindi, alla conformazione della relativa organizzazione imprenditoriale, anche in considerazione della specialità della *governance* bancaria⁹.

A ben considerare, l'Unione Europea ha scelto la via della regolazione finanziaria per promuovere uno sviluppo sostenibile; infatti, numerosi interventi presidiano la *disclosure* (e, quindi, l'informativa sulla sostenibilità degli investimenti), i *rating* ESG (nei quali si ha riguardo ai pareri espressi dalle agenzie di *rating* sull'eco-compatibilità di un'impresa) e l'implementazione dei sistemi di controllo sull'intelligenza artificiale (che può presentare rischi troppo elevati).

Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario, in AA.VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Milano, 2021; V. TROIANO, *L'assetto istituzionale dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Diritto Pubblico dell'Economia*, Milano, 2023; A. IANNARELLI, *La tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile tra diritto dell'economia e valori supremi*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II. Le vie della giustizia, Itinerari per il terzo millennio*, Roma, 2003, 660 ss.

⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, in *Studi di diritto dell'economia*, Torino, 2019, XI. Gli AA. nel testo sottolineano come la *governance* bancaria interessa i variegati aspetti dell'attività finanziaria che si riconduce al *modus* con cui le imprese perseguono l'obiettivo di una trasparente operatività aziendale.

A fondamento di tale orientamento, v'è il convincimento che la competitività dell'economia dell'Unione nel lungo termine sia subordinata alla sostenibilità; da qui la transizione a un'economia sicura, climaticamente neutra, resiliente ai cambiamenti climatici, più efficiente in termini di risorse e circolarità (*Considerando* n. 4, Regolamento (UE) 2020/852). Per vero, i meccanismi di cambiamento vengono attivati con tempistiche e gradi di accettazione differenti da parte degli operatori del mercato. Sicché, regolamenti e direttive tengono conto dell'arco temporale che intercorre tra il momento in cui un ente creditizio viene a conoscenza dell'innovazione e il momento in cui esso procede all'adozione di quest'ultima; arco temporale in cui si articola un processo di persuasione del *management* (talora lento e complicato).

Soffermandoci sulle novità regolamentari, occorre notare, in primo luogo, che il legislatore europeo ha assunto un orizzonte temporale di lungo periodo (*i.e.* di almeno 10 anni), in ragione della specificità dei rischi legati al clima e di altri fattori ambientali¹⁰. Trattasi di un periodo che appare compatibile con le profonde modifiche necessarie alla transizione verso un'economia sostenibile e, al contempo, idoneo a consentire al *management* di declinare i costi degli interventi secondo un piano di ammortamento che possa risultare compatibile con le esigenze di remunerazione del capitale sociale e delle altre fonti che danno contenuto ai mezzi propri di una banca.

È evidente come tale opzione per il lungo periodo, oltre a tener conto dei modelli imprenditoriali, ovvero delle strategie adottate per assicurare un elevato *shareholder value*, è finalizzata a conferire stabilità alla scelta di rafforzare gli obiettivi, le misure e le azioni dei piani progettati per far fronte ai rischi ambientali, sociali e di *governance*¹¹.

¹⁰ Appare possibile ipotizzare, a titolo esemplificativo, i rischi derivanti dal degrado ambientale e dalla perdita di biodiversità, per quanto riguarda sia la transizione che i rischi fisici.

¹¹ A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, supp. n. 3, 87 ss. L'A. sostiene che si assiste ad una nuova lettura delle regole di comportamento di investitori istituzionali e amministratori degli emittenti, ove si tratta di profitto sostenibile nel lungo termine, e "segnatamente in un orizzonte temporale in cui tutti gli interessi tendono fisiologicamente a convergere,

Va precisato, inoltre, che il regolatore europeo, con tutta probabilità, si è proposto di introdurre meccanismi che assicurino un'adeguata resilienza agli impatti negativi degli eventi avversi che pregiudicano la qualità ambientale e sociale dell'economia di riferimento. Nello specifico, tale proposito trova concretezza nella possibilità di individuare, misurare e gestire sistematicamente i rischi derivanti dai fattori ESG, sia a livello del singolo ente sia a livello sistemico. Non a caso, il regolatore – nel dare priorità alle tematiche ambientali – ha ipotizzato una formula interventistica che impone di applicare i criteri di sostenibilità in linea con l'evoluzione delle metodologie e degli strumenti per la valutazione¹².

Va da sé che si versa in presenza di una logica interventistica riconducibile a quella con cui le autorità di supervisione hanno sinora regolato il rischio, avendo riguardo alla affidabilità degli intermediari e alla stabilità complessiva del sistema finanziario. Sul punto, ancora oggi si può osservare come gli orientamenti dell'EBA evidenzino l'intento di promuovere parametri di razionalità economica, nella loro riferibilità alle scienze contabili e alle dinamiche finanziarie. Tenendo conto di ciò, appare possibile affrontare la tematica relativa alla tendenza della supervisione di pervenire ad un controllo totalizzante sull'organizzazione della banca; da qui il riscontro di una progressiva erosione in atto dell'autonomia privata dei soggetti che esercitano l'attività bancaria¹³; realtà che si evidenzia soprattutto con riferimento alle valutazioni attinenti ai rischi prudenziali e ai parametri di condotta che la regolazione speciale si propone di disciplinare¹⁴.

compiendo delle scelte imprenditoriali che tengano conto anche degli *stakeholders* in senso lato, con l'obiettivo di mantenere un'adeguata stabilità e una crescita sostenibile”.

¹² Si è in presenza di un significativo mutamento del mercato, per cui necessita una risposta istituzionale incentrata su nuovi contenuti regolatori atti a promuovere la stabilità di un rinnovato contesto competitivo, considerando tuttavia come obiettivo imprescindibile del legislatore la promozione della sostenibilità intergenerazionale delle operazioni finanziarie.

¹³ Cfr. F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 2019.

¹⁴ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile (Corporate Social Responsibility and Sustainable Development)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 7 ss. L'Autore nel testo analizza la nozione di 'responsabilità sociale dell'impresa', la quale è data di “elementi variegati che raccordano agli scopi che

In questa prospettiva, si compendiano le esigenze di protezione degli interessi generali avvertite dal regolatore, nonché la definizione del calcolo dei possibili rischi e l'identificazione delle fonti per il reperimento dei fondi da destinare in via permanente all'esercizio dell'attività riservata. Ci si accorge che, se per un verso la regolazione del rischio è condizionata da fattori culturali e istituzionali, per altro verso, essa non può prescindere dal considerare il pericolo, sotteso alla medesima, di una 'deriva' dei meccanismi societari determinata dai condizionamenti derivanti da un mutato bilanciamento di poteri fra amministratori e soci, da possibili errate scelte effettuate in relazione al conferimento delle cariche di vertice in una banca e, infine, da un inadeguato esercizio dei poteri di *removal* che oggi sono nelle disponibilità delle autorità di supervisione¹⁵.

Per converso, non va trascurato che il contesto socio-economico attuale è caratterizzato da profondi mutamenti derivanti da innovazioni di carattere tecnologico. Sicché è necessario addivenire ad un'organizzazione bancaria ed alla configurazione di una formula (*rectius*: di un modello) che sappia gestire i rischi tipicamente propri dell'attività in parola, tenendo conto nel contempo delle possibili interazioni di condizionamenti esterni ambientali e sociali. Può quindi dirsi che la regolazione deve rispondere a nuove sfide, determinate dalla competitività del mercato, dall'utilizzo dei circuiti bancari e dalle tecniche innovative di gestione del rischio¹⁶.

Ovviamente, si ha ben presente che la regolazione del rischio è a fondamento di quella prudenziale adottata alla fine del '900; è in tale presupposto che necessita verificare le modalità in cui le innovazioni

contraddistinguono la tipologia imprenditoriale del modello codicistico finalità altre, il cui perseguimento incide sulle strategie aziendali". Si prospetta la "configurabilità di elementi definitivi che affiancano alla adeguatezza dei tradizionali strumenti orientati alla produttività - e, dunque, alla creazione di profitto - l'osservanza di regole etico sociali, come il rispetto degli equilibri ambientali e dei diritti umani, intesi nella loro più ampia accezione, vale a dire comprensiva della tutela dei lavoratori e della sicurezza dei prodotti".

¹⁵ Cfr. V. LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in *Nuova giur. comm.*, 11, 2006, 600 ss.

¹⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE e M. PELLEGRINI, *La difficile via della transizione ecologica*, in *IlSole24Ore*, 10 agosto 2022; L. RAICHLIN, *Noi, il debito e una sfida esistenziale*, in *Corriere della sera*, 28 novembre 2021; F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, 17 ss.

disciplinari più recenti si inseriscono nel contesto previsionale a suo tempo disposto. Infatti, quel che appare necessario approfondire è l'area di mezzo, tra autonomia privata e intervento pubblico, in cui si colloca un interesse sociale che, nell'esercizio dell'attività bancaria, dovrebbe perseguire, oltre allo scopo di lucro, anche obiettivi di stabilità, contenimento del rischio e creazione del valore; obiettivi che non esauriscono la propria valenza nel riferimento al rapporto con gli *shareholders*, ma si estendono sino a coinvolgere l'insieme delle relazioni multilaterali che si sviluppano nel mercato in cui si realizza la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito.

3. *Il percorso regolamentare verso un capitalismo solidale*

Al fine di valutare le forme di intervento pubblico che possano promuovere il passaggio da un 'capitalismo liberale' ad uno 'solidale', appare utile aver riguardo ai limiti (accettabili) entro i quali contenere i rischi che graveranno sulle generazioni future¹⁷. Trattasi di un percorso argomentativo che, adottando l'approccio che qualifica gli studi di *law and economics*, segue lo sviluppo di sistemi di *corporate governance* atti ad introdurre formule prudenziali innovative che consentano l'implementazione dei menzionati fattori di carattere ambientale e sociale nei processi decisionali delle banche.

Quel che va evidenziato è l'avvio di una regolazione segnata da scelte politiche che danno contenuto ad una sorta di rivoluzione verde. Non a caso, oggi, nell'approcciare il futuro, si registra un incremento della prosperità dovuta a successi scientifici, che hanno consentito la soluzione di problemi che, a ben considerare, erano già prevedibili nel passato; ci si riferisce all'esaurimento delle materie prime, all'obsolescenza delle infrastrutture, all'urgenza della bonifica delle

¹⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, *op. cit.*, 2022, 4 ss. L'A. nel testo prende in considerazione "gli accadimenti che convergono nel causare criticità all'ecosistema, recando profonde turbative negli equilibri indispensabili per assicurare una prospettiva di crescita che guardi anche al futuro delle nuove generazioni. Da qui il soffermarsi della riflessione sul rispetto dell'ambiente al fine di evitarne il degrado (con ovvie conseguenze letali per la salute), sull'esigenza di una autonomia energetica, sulla predisposizione di un idoneo apparato sanitario in grado di fornire un'adeguata assistenza in presenza di crisi epidemiche".

aree inquinate. Da qui la prospettiva di sfide di nuovo tipo, riconducibili ad unitarietà superando i dubbi relativi agli obblighi comportamentali che devono esser introdotti al fine di conseguire un futuro migliore¹⁸. Va da sé che dovrà essere data una risposta anche alla problematica dei processi decisionali che prevengano la assunzione dei rischi di credito, dovendosi evitare i pericoli che possono insorgere nel finanziamento di attività industriali ad elevato impatto ambientale. Pertanto, il regolatore è stato chiamato a ridefinire i profili giuridici ed economici della *corporate governance* bancaria, avendo riguardo alle criticità che emergono nella gestione degli enti creditizi presenti nel mercato dei capitali interno all'UE.

Centrale, nella costruzione regolamentare, è la ricerca di un lessico comune, condiviso e validato; atto cioè ad armonizzare un insieme di modi espressivi, spesso settoriali, che sono consueti nella comunicazione riferibile alle tematiche ambientali, alla crescita equilibrata e, in definitiva, all'economia sostenibile. È forse questa la via da seguire per addivenire all'armonizzazione dei criteri disciplinari sottesi alle valutazioni di ecosostenibilità. Detta formula, infatti, impone agli operatori di prendere a riferimento una dimensione globale nelle loro dinamiche valutative (che, quindi, impone di rappresentare l'intero ciclo economico-ambientale di un prodotto o di un'attività a carattere finanziario). Essa consente, peraltro, di superare le eventuali barriere che ostacolano il funzionamento del mercato interno (a causa di asimmetrie che potrebbero limitare la raccolta transfrontaliera dei fondi per i progetti di ecosostenibilità). Da qui, il riconoscimento dell'utilità del Regolamento (UE) n. 2020/853, che introduce una tassonomia direttamente applicabile ai progetti che sviluppino attività ecosostenibili, basate su criteri uniformi riferiti a investimenti *green*.

¹⁸ Sul punto, di interesse l'analisi di U. SALANITRO, *La responsabilità ambientale dopo la riforma costituzionale e la lotta al cambiamento climatico*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2024, 229 ss. Difatti l'Autore sottolinea come i mutamenti climatici derivano da una infinità di singoli comportamenti e sono il prodotto di una molteplicità di concatenazioni causali molto complesse, anche di tipo circolare: alle ordinarie difficoltà di previsione degli eventi atmosferici di lungo periodo, connaturate alla complessità delle dinamiche climatiche, si andrebbero ad aggiungere le criticità legate all'impossibilità di individuare uno specifico collegamento causale tra determinate emissioni climalteranti e i singoli eventi dannosi dislocati nel tempo e nello spazio.

A ben considerare, una tassonomia siffatta acquista *specifico* rilievo per gli intermediari chiamati a seguire le regole in materia di *disclosure* recate dal Regolamento (UE) n. 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari¹⁹. Ne consegue che le precedenti normative in materie di rischi (come si vedrà con particolare riferimento al compendio CRD - CRR) possono ora estendersi a ricomprendere le tematiche della sostenibilità finanziaria, avendo riguardo ad un contesto disciplinare in cui si rinviene la base normativa per una simmetria delle informazioni nelle relazioni di mercato, in quanto gli intermediari sono obbligati a rendere dati e notizie (anche precontrattuali) che consentono agli investitori finali di prendere decisioni informate.

La proposta di Regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance* (ESG) (cd. *rating* ESG), rileva non solo per l'importanza che i 'giudizi sintetici' in parola

¹⁹ Cfr. considerando 8 del Regolamento 2088/2019 il quale prevede che “poiché l’Unione si trova ad affrontare in misura sempre maggiore le conseguenze catastrofiche e imprevedibili dei cambiamenti climatici, dell’esaurimento delle risorse e altre questioni legate alla sostenibilità, sono necessari interventi urgenti per mobilitare capitali non solo mediante politiche pubbliche, ma anche da parte del settore dei servizi finanziari. Pertanto, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero essere tenuti a comunicare informazioni specifiche circa i loro approcci all’integrazione dei rischi di sostenibilità e alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità”; e considerando 21 del Regolamento UE 2088/2019, il quale prevede che “ad oggi sono stati sviluppati prodotti sostenibili con diversi livelli di ambizione. È pertanto necessario distinguere – ai fini dell’informativa precontrattuale e dell’informativa di-vulgata mediante relazioni periodiche – i requisiti relativi ai prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali, e i requisiti relativi ai prodotti finanziari che hanno come obiettivo quello di produrre effetti positivi per l’ambiente e la società. Di conseguenza, per quanto concerne i prodotti finanziari aventi caratteristiche ambientali o sociali, i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare se e in che modo l’indice designato, l’indice di sostenibilità o l’indice convenzionale siano allineati alle suddette caratteristiche e, laddove non sia utilizzato alcun indice di riferimento, informazioni su come vengono rispettate le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari. Per quanto riguarda i prodotti finanziari che hanno come obiettivo quello di produrre effetti positivi per l’ambiente e la società, i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero comunicare quale parametro di riferimento utilizzano per misurare le prestazioni in termini di sostenibilità nonché, laddove non sia utilizzato alcun parametro di riferimento, spiegare come viene con-seguito l’obiettivo di sostenibilità. Tali informative dovrebbero essere contenute nelle loro relazioni annuali”.

presentano nei mercati finanziari, ma anche in ragione della sua incidenza sull'assunzione delle scelte in materia ambientale da parte dell'ente sottoposto a tale giudizio. In altri termini, le regole di formulazione di un *rating* ESG si riflettono sulle opzioni ecologiche di un'impresa e, per effetto di queste, sul relativo impatto ambientale. Da qui, il carattere essenziale che assume la supervisione sulle agenzie di *rating* ESG in vista di un'efficace applicazione delle regole testé indicate, fondata su una tassonomia comune, informazioni complete e *rating* coerenti.

Pertanto, è possibile concludere sul punto che il regolatore europeo, a fronte delle situazioni emergenziali e contingenti che hanno sconvolto il sistema mondiale economico (ci si riferisce, in particolare, alla crisi finanziaria e dei debiti sovrani, alla Brexit, alla pandemia ed ai recenti eventi bellici)²⁰, ha preso atto della crescita e del mutamento dei rischi geopolitici, cui si collega una situazione di maggiore instabilità ed incertezza che ha recato pressioni significative alle dinamiche di mercato, con ovvie conseguenze sull'esercizio dell'attività bancaria²¹.

²⁰ Cfr. P. BENANTI, J.P. DARNIS, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Per una resilienza con la tecnologia. Appunti per il post Covid-19*, in AA.VV., *Pandemia e resilienza. Persona, comunità e modelli di sviluppo dopo la Covid-19*, CNR Edizioni, 2020; F. ANNUNZIATA e M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2, 2020; L. CARACCILO, *La bufala della globalizzazione*, in *Limes. Rivista italiana di geopolitica*, vol. 4/2023; L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, suppl. n. 1, 137 ss.

²¹ Cfr. G. DI TARANTO, *Scenari macroeconomici della globalizzazione*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto Pubblico dell'Economia*, Padova, 2023. Nel testo l'Autore sottolinea come i protagonisti dell'economia globale (Stati Uniti, Europa, Cina e Russia) si relazionano in uno scenario che – a seguito della nuova geopolitica degli ultimi anni - da 'collaborativo' si è trasformato in altamente 'competitivo', con il conseguente deterioramento di quelli che sono stati gli assetti internazionali del post-guerra nel passaggio da una visione di "soft power" della globalizzazione all'affermazione della singolarità e della prevaricazione nella visione di "hard power" della deglobalizzazione; M. PELLEGRINI, *Potere normativo e controllo*, in AA.VV., *Diritto Pubblico dell'Economia*, Milano, 2023, 40 ss. La pandemia ha mostrato i limiti e le fragilità del sistema finanziario, già lungamente provato dalla crisi del 2007, per cui – come è stato evidenziato dalla dottrina – è opportuno ricercare una soluzione al riguardo, ravvisandola nella *sostenibilità*, da considerare come condizione necessaria per la «sana e prudente gestione» di un'impresa che opera nel mercato dei capitali in un contesto di crisi sistemica; ciò previo ricorso ad un criterio di 'carattere valoriale'

Analogamente è a dirsi per il dibattito scientifico-culturale finalizzato a ricercare forme di equilibrio nella gestione di una banca obbligata a trovare un bilanciamento operativo tra obiettivi economici e vincoli rispettosi dell'ecosistema²².

4. *Le modifiche alla CRD e al CRR*

Alla luce di quanto precede appare opportuno orientare l'analisi alla transizione da forme di intervento ancorate alla fenomenologia dei rischi ad una supervisione incentrata sull'intento di assicurare la sostenibilità dei sistemi economici. Si ha di mira, quindi, un equilibrio che mitighi le antinomie che talora l'attività bancaria presenta (allorché il credito è erogato ad attività finanziariamente solide, ma ecologicamente non sostenibili). Da qui, la disamina dei profili della regolazione prudenziale dai quali si evince l'intento normativo di dirigere la *governance* delle banche verso obiettivi sostenibili e solidali.

Significativa, al riguardo, è la definizione della “neutralità climatica” nella quale si prevede, quale obiettivo generale, il conseguimento entro il 2050 dei risultati indicati dall'art. 2, para. 1, del Regolamento (UE) 2021/1119²³. In tale disposizione si individua il perno di una costruzione proiettata verso una gestione dei rischi ambientali caratterizzata da strategie, processi e sistemi che consentano

che conduca verso la ‘*transazione ecologica*’; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Milano, 2021, 65 ss.

²² Così F. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive – discorso introduttivo*, Relazione esposta nel corso del Convegno “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, 17 e il 18 giugno 2022, Isola di Capri, Università degli Studi di Napoli “Parthenope”.

²³ U. SALANITRO, *cit.*, 229 ss. L'Autore nel testo ricorda come l'ordinamento europeo si è dato con il Green Deal – neutralità climatica nel 2050 e tappe intermedie negli anni 2030 e 2040 – e che coinvolgono tutti gli Stati membri. Tali obiettivi possono essere perseguiti attraverso un ampio ventaglio di politiche di sviluppo sostenibile, le quali sono comunque finalizzate – se si escludono le misure di adattamento e di resilienza al cambiamento climatico – alla riduzione o all'assorbimento delle emissioni di gas a effetto serra, da conseguire in determinate percentuali scaglionate nel tempo.

l'identificazione, la misurazione, e la sorveglianza dei rischi a breve, medio e lungo termine (art. 87 *bis*, comma 1, della CRD VI)²⁴.

E' utile tener presente, al riguardo, la riferibilità al principio di proporzionalità, che impone di tener conto dell'ampiezza, della natura e della complessità del modello imprenditoriale, nonché della dimensione dell'attività svolta dall'ente creditizio, arrivando ad indicare un orizzonte a lungo termine di almeno 10 anni. È significativo, tuttavia, che viene imposta una valutazione orientata a scenari preordinati a testare una prova di resilienza che rifletta i potenziali impatti di cambiamenti ambientali e sociali e delle politiche pubbliche correlate ad un contesto imprenditoriale di lungo termine. Ciò, ovviamente impegna le autorità competenti a verificare che, nel processo dianzi richiamato, gli enti creditizi utilizzino informazioni e scenari credibili, basati sulle elaborazioni delle organizzazioni internazionali (art. 87 *bis*, commi 2 e 3 della CRD VI).

Non è questa la sede per soffermarsi ad analizzare la fiducia che il regolatore europeo ripone nell'intervento delle organizzazioni internazionali²⁵; tuttavia, appare utile considerare che le informazioni condivise da queste ultime possono rappresentare un comune punto di partenza per i procedimenti di *assessment* in parola.

Significativa, in tale contesto, è la scelta di ricondurre le valutazioni in materia di sostenibilità nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale, in quanto viene in tal modo ricondotto alla piena responsabilità delle autorità competenti il compito di monitorare e valutare lo sviluppo delle pratiche e delle strategie ESG. Ciò, ovviamente, sulla base delle metodologie di riferimento indicate dall'EBA conformemente all'art. 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010²⁶.

²⁴ Ci si riferisce, rispettivamente, al testo della proposta di modifiche alla CRD e al CRR attualmente disponibile sul sito dell'Unione Europea.

²⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza. Una difficile convergenza*, *op. cit.*

²⁶ A conferma di quanto indicato nel corpo del testo, va richiamata la previsione secondo cui le metodologie e le ipotesi a sostegno degli obiettivi, degli impegni e delle decisioni strategiche comunicati nei piani di cui all'articolo 19 *bis* o 29 *bis* della direttiva 2013/34/UE o altri quadri pertinenti in materia di comunicazione e dovuta diligenza devono esser coerenti con i criteri, le metodologie e gli obiettivi posti a fondamento della CRD VI.

Sul piano operativo, gli organi del governo societario sono chiamati ad adempiere ai predetti obblighi avendo riguardo ad una definizione di “rischio ambientale, sociale e di *governance*” declinata nel riferimento agli effetti finanziari negativi dovuti all’impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di *governance* sulle controparti o sulle attività d’investimento (cfr. art. 52 *quinquies* del Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR III)). Va, poi, sottolineato che i rischi ESG vengono declinati avendo riguardo alla loro componente fisica (cfr. 52 *septies* del CRR III) e di transizione (cfr. 53 *octies* del CRR III), per cui gli amministratori sono chiamati a valutazioni di nuovo tipo nel caso di “esposizione soggette all’impatto di fattori ambientali o sociali” (per tali dovendo intendersi le esposizioni che ostacolano gli obiettivi normativi relativi ai fattori ESG, donde un possibile impatto finanziario negativo sugli enti nell’Unione, ai sensi dell’art. 154 del CRR).

Concludendo sul punto, è evidente come dalla normativa in esame si deduca uno specifico riguardo alle incombenze che ricadono sugli organi aziendali tenuti alla produzione dell’informativa di vigilanza e di mercato. Ed invero, il CRR III introduce una disciplina che impone la *disclosure* dei processi e delle strategie di *business* relativi a tali rischi, all’uopo richiedendo agli enti a distinguere il totale delle esposizioni verso soggetti del settore dei combustibili fossili (art. 449-*bis* del CRR III). Quel che il regolatore si è proposto è, dunque, l’emersione della effettiva rischiosità delle esposizioni ESG (anche rispetto ad altre esposizioni, ai sensi dell’art. 501 del CRR III).

Pertanto appare chiaro che il compendio normativo in parola riguarda sia l’azione individuale della banca, sia le scelte collettive che l’industria bancaria assumerà in materia ambientale; ciò in linea con la costruzione europea fondata su un sistema che compendia l’una e le altre. Non può dirsi di certo che si versi in presenza di una politica sociale che abbia organizzato i mezzi della vigilanza prudenziale avendo riguardo ad una nuova morale ecologista. A ben considerare la regolazione dianzi richiamata verte sulle implicazioni metodologiche che derivano dalla rielaborazione di un paradigma prudenziale finalizzata all’obiettivo di ascrivere specifico rilievo alle esposizioni che recano la tipologia di rischi ora all’attenzione del legislatore, per cui appare possibile sostenere che da questa forma di vigilanza dipendano le possibili soluzioni finanziarie ai problemi di eco-compatibilità che ci troveremo ad affrontare.

5. Dalla regolazione della realtà novecentesca alla finanziarizzazione dello sviluppo sostenibile

La presente indagine ha tentato di evidenziare come la regolazione della transizione al nuovo sia incentrata su una finanza alternativa e sostenibile che si sostituisce al paradigma della crescita affermatosi nel corso del Novecento. Ed invero, appare paradossale la circostanza che le economie del XX secolo, nonostante la presenza di amministrazione indipendenti di controllo, nessuna di queste si è rivelata adeguatamente efficace nel preservare le risorse naturali e nel ridurre l'impatto ambientale degli insediamenti produttivi. Da qui, la rilevanza del lavoro al presente intrapreso dal regolatore europeo per supplire al bisogno di uno sviluppo orientato all'implementazione dei c.d. criteri ESG da parte delle banche.

Peraltro, non va sottaciuto il radicamento novecentesco della questione ambientale; di ciò v'è conferma nel Rapporto Brundtland delle Nazioni Unite (1987), nel quale si precisa: *“humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs”*²⁷. Seppur consapevoli dei tratti differenziali che oggi, a distanza di alcuni decenni dalla indicata formulazione, connotano l'aspetto contenutistico della sostenibilità, può dirsi che tale constatazione conferma l'interesse a recepire nella regolazione prudenziale la nozione di sostenibilità e di uno sviluppo realizzato nel riferimento a quest'ultima.

A fronte di una definizione particolarmente ampia di tale nozione, la CRD VI e il CRR III rappresentano una declinazione consapevole della indifferibilità dell'implementazione dei fattori ESG nei circuiti

²⁷ Cfr. UNITED NATIONS, *Report of the World Commission on Environment and Development, Our Common Future*, 1987, pag. 15; D. VARANI, D. LUNETTA e D. DI MARTINO, *op. cit.* Nel testo gli AA. affermano come la “lunga marcia” della sostenibilità può convenzionalmente dirsi aver preso le mosse dal Rapporto del 1987 della *World Commission on Environment and Development* (Rapporto Brundtland) in cui è stato enucleato il concetto di “sostenibilità” o “sviluppo sostenibile” come *“sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni”*. Successivamente sono state numerose, a livello globale, le iniziative volte a favorire la creazione di una regolamentazione comune, ad esempio, in tema di emissioni inquinanti e investimenti *green*”.

dell'economia. In tale premessa, in futuro la ricerca dovrà affrontare questioni riferibili: (a) alla comprensione ed al riconoscimento di un concetto di "interesse alla sostenibilità" da annoverare tra gli obiettivi primari delle società; (b) alla revisione dell'organizzazione aziendale in vista dell'inquadramento della sostenibilità tra i paradigmi di una buona *governance*, donde il passaggio dalla idealizzazione dello *shareholder value* alla presa di coscienza dell'importanza degli interessi ulteriori per un'efficace forma di esercizio dell'attività bancaria²⁸.

In sintesi, essendo la sostenibilità inquadrabile come elemento di una *governance* sana e prudente, appare naturale condividere l'opzione normativa d'anzì indicata in ordine alle modalità di gestione dei rischi (e, dunque, alle strategie da implementare per adeguare una *governance* sostenibile agli obiettivi di contenimento di questi ultimi, affinché risultino compatibili con i poteri sottesi alle nuove forme di intervento pubblico previste nell'ambito della regolazione prudenziale)²⁹.

A fronte di tale soluzione appare centrale il ruolo della funzione di *risk management*, che identifica un aspetto centrale nei controlli interni alle imprese³⁰. Tale conclusione tiene conto delle nuove regole relative all'*enforcement* degli obblighi che sono in capo agli organi sociali, nonché delle formule tecniche che possono assicurare la gestione dei rischi ambientali e sociali nelle strategie di impresa. Da qui, il significativo rilievo ascrivibile alla autonomia privata cui fanno ricorso gli enti creditizi per disegnare il proprio organigramma nell'ambito di un progetto di governo societario atto a distribuire i poteri necessari per dirigere al meglio l'impresa e ad assicurare la sana e prudente gestione e - dopo l'adozione della CRD VI e del CRR III - ai fattori ESG³¹.

Ciò posto, è evidente l'esiguità dello spazio che residua in capo ai privati per conseguire autonomamente gli obiettivi avuti di mira nella

²⁸ Cfr. E. BARCELLONA., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 1, 2022; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006.

²⁹ Cfr. M. CERA, *Sostenibilità, i nodi da sciogliere per le grandi imprese*, in *IlSole24Ore*, agosto 2022.

³⁰ Cfr. N. ABIDI, B. BUCHETTI, S. CROSETTI, I. M. FLORES, *Why Do Banks fail and what to do about it, The Role of Risk Management Governance, Accounting, and More*, Springer, 2024.

³¹ Cfr. V. LEMMA, *Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità*, in corso di stampa per la Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2024.

definizione dello scopo sociale di un ente creditizio, stante la sequela di limiti, prudenziali e ambientali che, nel rispetto della sostenibilità finanziaria ed economica di una banca, circoscrivono le prospettive di rendimento dell'investimento del capitale sociale. Da qui, la prospettiva di analizzare le ipotizzabili conseguenze derivanti dalla posizione delle banche che potranno trovarsi in una ipotizzabile situazione d'obbligo nel perseguire obiettivi ESG allorché effettuano operazioni di erogazione di credito; obbligo che di certo travalica l'adempimento di un mero impegno di informativa e di trasparenza verso numerosi *stakeholders*³² (come il pubblico, gli investitori istituzionali e le autorità di vigilanza, le quali, sono chiamate a sanzionare ogni forma di omissione dei predetti obblighi di monitoraggio)³³.

Quel che appare centrale, in definitiva, è l'assunzione dei criteri ESG (*rectius*: dei profili giuridici e socio-economici delle modifiche recate dalla previsione degli ESG) a fattore discriminante nella condizione aziendale (in conformità alla disciplina prudenziale testé richiamata).

A fronte di tale centralità è possibile ipotizzare una rivisitazione dei contenuti dell'intervento pubblico, sicché l'esercizio del credito risulta oramai orientato oltreché verso il profitto individuale, anche verso il raggiungimento di obiettivi sostenibili a vantaggio della comunità di riferimento³⁴. Trattasi di un orientamento che, come viene sostenuto dalla dottrina, ascrive alla sostenibilità una *funzione parametrica* per

³² Cfr. G. L. CLARK, A. FEINER e M. VIEHS, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*, 2015.

³³ Si veda E. BARCELLONA., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. Soc.*, fasc.1, 2022; G. HERTIG, *Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Gordon e Ringe, Oxford University Press, 2018, passim; Report della Social Impact Investment Task Force, *La finanza che include. Gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*, 15 settembre 2014 alla Camera dei Deputati, visionabile su www.equiterspa.com/news/la-finanza-include-investimenti-impatto-sociale-nuova-economia.

³⁴ Cfr. A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 1° giugno 2022, 372 ss., nonché A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 3, 83 ss.

l'esercizio di una buona *governance*³⁵. Ciò nel presupposto che una «sana e prudente gestione» deve essere sostenibile nel lungo periodo³⁶ (e, quindi, essere capace di ridurre le erogazioni in favore di clienti che producono esternalità negative per l'ambiente). Conseguono giustificate *aspettative* in ordine alla possibilità che il nuovo compendio normativo sortisca esiti positivi nel conseguimento della finalità che il legislatore si è proposto.

³⁵ Cfr. Cfr. F.DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonti*, 1, 2022; cit. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 3. Nel testo l'Autore sostiene che il concetto di *governance* nasce come ricerca di efficienza, fondata su una visione «liberista e paretiana», e pone l'accento sulla «capacità del sistema economico e della singola impresa di produrre ricchezza, sulle caratteristiche interne di contesto [...] che valgono o vorrebbero condizionarla; con minore attenzione, invece, per i problemi concernenti la distribuzione della ricchezza prodotta». La società è un punto di contatto comune di un'eterogenea rete di contratti.

³⁶ Cfr. F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.? (Note a margine di un convegno sull'Isola di Capri)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022.

Regolamentazione dei rischi emergenti e prospettive sul secondo pilastro di Basilea alla luce della CRD VI*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Rischi climatici tra banking e shadow banking – 3. Capitale e rischi climatici – 4. Il ruolo degli stress test – 5. Verso una vigilanza eco-prudenziale?

1. Premessa

Cause molteplici hanno spinto le banche verso una radicale innovazione dei propri modelli operativi, in ragione di eventi esogeni ricollegabili alle crisi di questo millennio, allo sviluppo tecnologico e alla sensibilità ambientale. Per vero, trattasi di eventi che hanno risvegliato le intenzioni dei policy maker e, per l'effetto, hanno prodotto interventi regolamentari atti a richiedere modifiche organizzative e operative tali da indurre gli intermediari a gestire i rischi connessi ad un'attività bancaria che, per un verso, si inizia a confrontare con automatismi tecnologici e, per altro, può ambire a contenere l'impatto (diretto e indiretto) dei propri investimenti sulle condizioni ambientali di riferimento¹.

Non v'è più alcun dubbio che da una prospettiva siffatta derivino veri e propri mutamenti strutturali che possono impattare sulle modalità di esercizio dell'attività bancaria e, quindi, anche sulle scelte in materia di valutazione del merito creditizio e delle politiche di impiego degli attivi (in posizioni che possano qualificarsi come sostenibili finanziariamente ed ecologicamente). Tuttavia, se appare ancora solamente futuribile la categoria delle *Non-Sustainable Exposure* (e, magari, di un *ratio* che l'autorità di supervisione possa indurre a rispettare), ha concreta evidenza la ricognizione di due fattori di rischio

* Alessandro Vita, Dottorando di ricerca nell'Università "Guglielmo Marconi".

¹ Ci si riferisce, ad esempio, al tema ESG che ha esposto enti a rischi fino a qualche anno fa inimmaginabili, all'innovazione tecnologica che mediante l'utilizzo di tecnologie basate sullo sfruttamento dell'intelligenza artificiale sta innovando profondamente tanto i business model quanto i processi di gestione del rischio di intermediari bancari e non; cfr. su tutti F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023; F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019.

legati a mutazioni ambientali². Ci si riferisce, in particolare, al rischio fisico relativo all'impatto finanziario del cambiamento climatico sull'usuale operativa degli intermediari (nei quali la BCE comprende anche eventi meteorologici estremi più frequenti e mutamenti gradualmente del clima, nonché del degrado ambientale, ossia inquinamento atmosferico, dell'acqua e del suolo, stress idrico, perdita di biodiversità e deforestazione)³ e il rischio di transizione (e cioè la possibile perdita finanziaria in cui può incorrere un intermediario - direttamente o indirettamente - conseguente al processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale)⁴.

Non da meno, occorre muovere dal riscontro empirico secondo cui, nei tempi recenti, gli intermediari operano in un contesto profondamente competitivo e in un mercato altamente volatile; ciò, non solo perché caratterizzato anche da confini politico-economici disancorati da quelli degli Stati nazionali, ma anche per effetto della 'crisi della globalizzazione' che contraddistingue questi anni. Di ciò ne sono consapevoli le autorità di riferimento che, da oltre un decennio, ricercano la stabilità considerando anche le pressioni concorrenziali rivenienti dalle cosiddette *non banking financial institutions* (o, in termini passati, *shadow banks*, in quanto tali imprese risultano alternative alle banche, ma sottratte agli obblighi della vigilanza prudenziale - ed ai relativi costi - anche se offrono servizi assimilabili

² Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>.

³ Il sopracitato documento prosegue indicando che: "Il rischio fisico è pertanto classificato come "acuto" se causato da eventi estremi quali siccità, alluvioni e tempeste, e "cronico" se provocato da mutamenti progressivi quali aumento delle temperature, innalzamento del livello del mare, stress idrico, perdita di biodiversità, cambio di destinazione dei terreni, distruzione degli habitat e scarsità di risorse. Tale rischio può determinare direttamente, ad esempio, danni materiali o un calo della produttività, oppure indirettamente eventi successivi quali l'interruzione delle catene produttive."

⁴ La guida riporta che una tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati.

a quelli che dovrebbero esser riservati alle tipologie di intermediari vigilati previste dal quadro normativo di riferimento)⁵.

Quanto alla volatilità, le osservazioni della realtà contemporanea mostrano che crisi finanziarie, turbolenze economiche, default generalizzati e problematiche sociali si alternano dall'inizio di questo millennio segnando i corsi del mercato⁶. Trattasi di fluttuazioni repentine e ampie, tali cioè da risultare imprevedibili o, quanto meno, da manifestarsi come degli imprevisti 'cigni neri' (e, quindi, risultare comprensibili solo ad analisi retrospettive)⁷.

A ben considerare, negli ultimi tempi, regolatori e supervisori sono stati costantemente impegnati nell'inseguire gli eventi testé indicati, al fine di emanare misure più restrittive per gestire i nuovi rischi emergenti. Ed invero, si riscontrano molteplici interventi di supervisione adottati in applicazione dei criteri di ESG; pertanto, sembrerebbe possibile concludere che i rischi ambientali siano già oggi un elemento sufficientemente controllato⁸. Tuttavia, in presenza di un contesto in cui l'innovazione avanza a livelli rapidissimi e le sensibilità politiche affiorano in rapida sequenza, appaiono ancora estesi gli ambiti in cui dovrà trovare attuazione un intervento normativo atto a migliorare i parametri di contenimento del rischio che consentono di assicurare la sana e prudente gestione degli intermediari vigilati⁹.

⁵ Al riguardo, v. per tutti V. LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, Londra, 2016.

⁶ Per una visione più puntuale si consenta rinviare ai vari bollettini economici pubblicati dalla Banca d'Italia su base trimestrale.

⁷ Un cigno nero (*black swan*) è un evento imprevedibile che esula da ciò che normalmente ci si attende in una situazione e che ha conseguenze potenzialmente gravi. Gli eventi Cigno Nero si contraddistinguono per la loro estrema rarità, il forte impatto e la diffusa insistenza e dal fatto di risultare ovvi se esaminati a posteriori. Cfr. N. TALEB, *Il cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Il saggiatore, Milano, 2007.

⁸ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Guide on climate-related and environmental risks Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*, maggio 2020, disponibile su https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/legal-framework/public-consultations/pdf/climate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.en.pdf.

⁹ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *ECB steps up climate work with focus on green transition, climate and nature-related risks*, 30 gennaio 2024, disponibile su

Non a caso, le recenti innovazioni regolamentari - e in particolare la disciplina recata dalla CRD VI e dal CRR III - possono essere interpretate come un consolidamento dei presidi prudenziali apposti contro i rischi ESG¹⁰; rischi che - al presente - non dovrebbero esser più considerati come emergenti, ma come un elemento strutturale del *business* degli intermediari. Ciò, tuttavia, non consente di ridurre le indicazioni disciplinari testé indicate ad un mero intervento di rifusione, ma offre lo spunto per approfondire le novità recate alla gestione dei temi sociali e ambientali¹¹.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240130~afa3d90e07.en.html>.

¹⁰ Interessante sottolineare quanto riportato dalla BCE nel Parere della Banca Centrale Europea del 27 aprile 2022 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE. Per quanto concerne i rischi ESG una delle conclusioni riporta che *“un’adeguata gestione interna del rischio, compresa una pianificazione specifica, faciliterà inoltre la valutazione, da parte delle autorità competenti e macroprudenziali, dei rischi ESG. Nel contesto dell’ulteriore articolazione dell’obbligo per gli enti creditizi di gestire tutti i rischi rilevanti, verificandone la loro resilienza rispetto gli effetti negativi a lungo termine dei rischi climatici ed ambientali, la BCE accoglie con favore il rafforzamento dei relativi poteri di vigilanza secondo modalità adeguate all’orizzonte temporale per la materializzazione dei rischi ESG. Ciò consentirà alla BCE di affrontare più efficacemente i rischi ESG, a cominciare dai rischi climatici e ambientali che incidono sulla situazione prudenziale dell’ente creditizio (ad esempio capitale e liquidità) anche nel medio e lungo termine (ossia 5-10 anni). Tali obblighi aiuteranno inoltre le autorità macroprudenziali ad attenuare le ripercussioni dei rischi ESG a livello di sistema, in particolare analizzandone gli aspetti sistemici, ad esempio attraverso prove di stress sul rischio climatico in tutti i settori dell’economia. Tutto ciò dovrebbe fornire alla BCE strumenti più adeguati a contribuire a evitare, insieme alle altre autorità competenti, l’accumulo di attività non recuperabili nei bilanci degli enti creditizi e garantire la complementarità tra gli approcci microprudenziali e macroprudenziali.”*

¹¹ L’esigenza di una regolamentazione più incisiva dei rischi ambientali e climatici sembrerebbe legata tanto al crescente impatto che i rischi di specie potrebbero avere su intermediari (e sull’intero sistema finanziario) quanto dall’intenzione del legislatore comunitario di raggiungere obiettivi sostenibili avvalendosi dell’aiuto delle Autorità di supervisione. Infatti, al considerando numero 34 della bozza di CRD VI è possibile leggere che *“Institutions should assess the alignment of their portfolios with the ambition of the Union to become climate-neutral by 2050 as well as avert*

2. Rischi climatici tra banking e shadow banking.

Soffermandosi sulle novità che saranno introdotte dalla CRD VI, appare utile approfondire le disposizioni relative alla gestione dei rischi climatici, in quanto esse sfidano - nei loro contenuti disciplinari - tanto gli intermediari quanto gli organi di supervisione. Ed invero, già da una prima lettura della direttiva dianzi indicata appare chiaro l'intento di ricondurre l'attenzione per l'ambiente tra gli elementi qualificanti l'esercizio dell'attività bancaria, per cui il relativo rischio climatico viene sottoposto al trattamento previsto per gli affari tipicamente propri dell'attività in parola, sì come avviene - ad esempio - per il rischio di credito¹².

Appare, pertanto, utile riflettere sull'attuale formulazione normativa del 'pacchetto bancario' proposto dalla Commissione europea nel 2021, in quanto la Commissione dà corso ad un accordo politico - in seno all'UE¹³ - che incide sull'equilibrio del rapporto «principi-istituzioni-regole»; ciò in considerazione dei riflessi che l'attenzione per gli effetti ambientali esercita sul ruolo tradizionalmente svolto dagli intermediari bancari nel supportare l'attività imprenditoriale. Di fondo, si avverte un crescente interesse per la produzione industriale e i relativi scarti, per cui la valutazione del relativo impatto ambientale viene chiamata ad arricchire il processo di valutazione che è a monte dell'erogazione del credito. Da qui, la conferma che il complesso disciplinare non persegue

environmental degradation and biodiversity loss. Institutions should set out specific plans to address the financial risks arising, in the short, medium and long term, from environmental, social and governance factors, including from transition trends towards the relevant regulatory objectives of the Union and Member States, for example as set out in the Paris Agreement, Regulation (EU) 2021/111910, the Fit for 55 package¹¹ and the post-2020 Global Biodiversity Framework, as well as, where relevant for internationally active institutions, third country legal and regulatory objectives”.

¹² Per una visione più puntuale dei rischi sottostanti all'attività bancaria si consenta rinviare tra gli altri a: P. MOTTURA, *Banca, Economia e gestione*, 2016; A. RESTI, SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, 2021; G. BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, 2006; G. FORESTIERI, P. MOTTURA, *Il sistema finanziario*, 2017; J. HULL, *Risk management e istituzioni finanziarie*, 2008; R. RUOZI, *Economia della Banca*, 2020.

¹³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Latest updates on the banking package*, 14 dicembre 2023, disponibile su https://finance.ec.europa.eu/news/latest-updates-banking-package-2023-12-14_en.

esclusivamente stabilità, efficienza e competitività, ma anche la scelta di convogliare le risorse finanziarie verso obiettivi di sviluppo sostenibile, in modo che consentano nel continuum un rinnovamento socio economico dell'economia europea¹⁴.

Prima di affrontare il dettaglio della nuova regolazione, va considerato che il relativo ambito di applicazione non si estende sino a ricomprendere l'attività delle non banking financial institutions e, quindi, non appare idoneo ad evitare che, nel mercato interno all'UE, queste ultime possano offrire formule di finanziamento incompatibili con le politiche ambientali indicate dall'UE. In altri termini, non vi sono presidi atti ad evitare che lo shadow banking system divenga un coacervo di unregulated competitors (delle banche) sottratti ad una qualsivoglia forma di impegno ecosostenibile e, quindi, divenga un ricettacolo di finanziamenti che continuano a sostenere attività industriali ad elevato impatto ecologico, con l'effetto di minare sia la stabilità sistemica sia la sostenibilità ambientale¹⁵.

Tuttavia, pur trascurando le predette problematiche poste delle shadow banks, la CRD VI erige un'importante barriera alla circolazione dei rischi ambientali, in quanto l'art. 21 quater della bozza in circolazione è fermo il divieto di prestazione di servizi bancari transfrontalieri nell'UE da parte di un istituto di un paese terzo¹⁶.

¹⁴ L'European Green Deal, presentato dalla Commissione Europea nel dicembre 2019, è il nuovo Patto Europeo per l'ambiente che, partendo dalle evidenze drammatiche degli effetti del cambiamento climatico, mira a "rendere sostenibile l'economia dell'UE, trasformando i problemi ambientali e climatici in opportunità in tutti gli ambiti e rendendo la transizione giusta e inclusiva per tutti". Inoltre, diverse sono le iniziative che la Commissione EU ha lanciato con l'obiettivo di conseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile: Comunicazione EU COM (739), *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità* (2016); *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile* (2018); *EU Green Deal* (2019).; *Consultazione pubblica per l'aggiornamento del Piano di azione - Renewed sustainable finance strategy* (2020); *Next Generation EU* (2020).

¹⁵ Cfr. FSB, *Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2023*, 18 dicembre 2023, disponibile su <https://www.fsb.org/2023/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2023/>.

¹⁶ Il nuovo articolo 21 quater della CRD prevede che, per fornire servizi bancari all'interno dell'Unione, le imprese di paesi terzi devono stabilire una succursale o creare una filiazione in qualsiasi territorio dell'Unione, al fine di evitare attività non regolamentate e non soggette a vigilanza che creino rischi per la stabilità finanziaria nell'Unione.

Inoltre, sono previsti specifici requisiti minimi armonizzati per la regolamentazione delle succursali di istituti di un paese terzo compresi i requisiti patrimoniali e di liquidità, gli obblighi di governance interna e le norme sulla gestione dell'esternalizzazione. Ciò, lascia intravedere la possibilità di contenere le scorribande di intermediari poco sensibili alle questioni ambientali, con ovvi effetti positivi per la tutela di una concorrenza che tenga ferma la qualità ecologica delle prestazioni e dei prodotti bancari.

3. Capitale e rischi climatici

Muovendo verso l'approfondimento delle novità previste per la gestione dei rischi ESG, occorre soffermarsi sulla regolazione dei requisiti riferibili al secondo pilastro del processo di controllo prudenziale e, cioè, sulle modalità di determinazione del fabbisogno di capitale atto ad assicurare la stabilità della banca stessa¹⁷.

Appare, quindi, utile muovere dagli esercizi annuali che le banche sono tenute a fare per valutare la qualità di fondi permanentemente destinati a fronteggiare i relativi rischi d'impresa e, in particolare, il processo di controllo prudenziale denominato *internal capital adequacy assessment process*, ICAAP. Ed invero, va considerato che il processo in parola riconosce la responsabilità dell'alta direzione dell'ente creditizio nei porsì obiettivi commisurati al profilo di rischio e al sistema di controlli di una banca, donde una misurazione dell'attività che è funzione del capitale stesso¹⁸. Da qui, la considerazione iniziale secondo cui le scelte assunte in materia ambientali appaiono destinate ad incidere sulla valutazione prospettica dell'adeguatezza patrimoniale, con ovvi effetti anche sulle prove di stress e sulla fase di pianificazione del capitale.

Trattasi di un'innovazione rilevante, ma non di una novità assoluta in quanto i rischi ESG - pur esclusi dalle linee guida della BCE e

¹⁷ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Overview of Pillar 2 supervisory review practices and approaches*, giugno 2019, disponibile su <https://www.bis.org/bcbs/publ/d465.htm>.

¹⁸ Cfr. BCE, *Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)*, novembre 2018, disponibile su https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.icaap_guide_201811.it.pdf.

dell'EBA sull'ICAAP - erano stati richiamati dalla BCE, chiarendo le proprie aspettative con riferimento alle tematiche ESG e alla loro incidenza rispetto ai calcoli prudenziali¹⁹. Tuttavia, le nuove disposizioni prevedono esplicitamente che gli intermediari dovranno specificare e valutare nelle proprie strategie gli impatti dei rischi ESG individuando coerentemente la copertura e i processi per valutare e mantenere su base continuativa gli importi, le tipologie e la distribuzione del capitale interno sottostante. Si versa in presenza di un'innovazione regolamentare essenziale per consentire che tali rischi siano mitigati, donde l'obbligo dell'allocazione di un capitale interno in misura tale da rafforzare la resilienza della banca rispetto agli impatti negativi di tali rischi.

A conferma di quanto precede vanno richiamate le indicazioni dell'Autorità Bancaria Europea, che - nel definire il nuovo framework dell'ICAAP (e dell'*internal liquidity adequacy assessment process*, ILAAP) - richiede alle banche di includere una descrizione della propria propensione ad assumere rischi ESG, indicando eventuali soglie e limiti fissati per gli impatti materiali di questi ultimi sulla loro solvibilità o liquidità²⁰. Si versa, dunque, in presenza di un intervento che richiede non solo di gestire il rischio, ma anche di stimare e formalizzare l'esposizione delle loro attività ai rischi ambientale e sociali. Ciò, in un ambito disciplinare che richiede anche di render noto il processo applicato dalla governance per mantenere aggiornate le soglie e i limiti d'anzì indicati.

Dette disposizioni si collocano perfettamente nel solco tracciato dalle modifiche degli artt. 73 e 74 della bozza di CRD VI, nei quali, il legislatore in tema ESG sottolinea l'esigenza di rafforzare sia il processo di stima del capitale interno sia il framework di governance.

Su un piano più generale, appare possibile ritenere che l'obiettivo del regolatore europeo travalichi la mera attenzione alla stabilità di un ente creditizio e si proietti verso la ricerca di effetti pro-concorrenziali prodotti da nuovi livelli di trasparenza informativa, tali cioè da consentire alle controparti di mercato la possibilità di riconoscere e

¹⁹ Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, cit.

²⁰ Ci si riferisce nello specifico al paragrafo 56 del documento EBA - *Consultation paper. Draft Guidelines on the management of ESG risks*. EBA/CP/2024/02, 18 gennaio 2024.

premiare gli intermediari più attenti a preservare la stabilità dell'ecosistema e a gestire i rischi ambientali delle proprie esposizioni.

Trattasi di un'innovazione anche rispetto alle modalità in cui, negli ultimi anni, le autorità di vigilanza hanno evidenziato aspettative incrementalmente rispetto al contenimento e alla gestione dei rischi ESG da parte delle banche. Ed invero, il compendio normativo offre la possibilità di procedere ad un intervento pubblico che, da un punto di vista sostanziale, superi le forme di intervento sperimentate nel corso degli ultimi due cicli SREP, i quali includevano già alcuni aspetti legati all'ESG²¹.

Può, quindi, attendersi che, nel corso dello SREP, i supervisori valuteranno i rischi ambientali e sociali che l'organizzazione di una banca dovrà affrontare e, quindi, le opzioni che l'autonomia privata ha dedicato al modello di business, alla corporate governance e alla gestione dei rischi, della liquidità e delle modalità di finanziamento. Inoltre, l'esito di questa analisi - insieme ad altre evidenze di tipo qualitativo - potrà determinare se, ed in quale misura, l'autorità di supervisione adotterà misure di vigilanza aggiuntive, quali ad esempio un requisito di capitale più elevato. Pertanto, in prospettiva, sembrano destinate a mutare le modalità con cui le autorità di supervisione - e, in particolare, la BCE dopo aver sperimentato la prima formula interventistica dianzi citata - potranno svolgere - d'ora in avanti - un'azione interventistica finalizzata ad obiettivi ambientali e sociali²². Ci si riferisce, in particolare, alla possibilità di prevenire forme di arbitraggio regolamentare che possano minare il controllo dei rischi e dei relativi presidi adottati per salvaguardare le condizioni della nostra biosfera.

Sul punto, è necessario considerare che l'analisi dei rischi ESG deve essere condotta tramite la combinazione di tre approcci metodologici

²¹ Rileva sul punto che nel ciclo 2023, la stessa BCE riporta che il 12% degli enti significativi ha ricevuto ulteriori misure SREP, evidenziando la necessità di porre rimedio a carenze legate ai rischi ESG e di affrontare in maniera più decisa l'approssimarsi dei rischi emergenti; cfr. esercizio SREP 2023, disponibile sul sito BCE.

²² Cfr. C. BUCH, *Reforming the SREP: an important milestone towards more efficient and effective supervision in a new risk environment*, 28 maggio 2024, disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2024/html/ssm.blog240528~6f5a4f76c5.en.html>.

prediligendo approcci quantitativi basati su KRIs (*Key Risk Indicators*) per i rischi ambientali come indicato dal paragrafo 28 della bozza dell'EBA in consultazione relativa alla gestione dei rischi ESG²³. Purtroppo, analoga imposizione non assiste i rischi sociali e di governance, in quanto, dal paragrafo 29, viene invece stabilito che nei casi ove vi sia una carenza di dati quantitativi sono da preferirsi analisi qualitative volte a sviluppare progressivamente misure quantitative²⁴. Tuttavia, appare apprezzabile che sin da questo stadio della regolazione, le disposizioni dell'EBA sono volte a delineare - o meglio standardizzare - taluni aspetti nella metodologia che risultano essenziali per conferire concretezza alle politiche ambientali e sociali dell'UE.

Ed invero, l'impulso dato dai *policy-maker* viene declinato dall'EBA secondo metodologie che -in definitiva- differiscono per il livello di granularità delle informazioni prese in esame. In particolare, il primo livello di analisi prevede un approccio riferibile all'esposizione, in modo tale da dar corso ad un processo che possa ottenere una visione di breve termine in ordine all'esposizione verso i rischi ESG; e ciò, mediante una valutazione dettagliata della controparte e delle sue caratteristiche in tema di fattori ambientali, unitamente alle questioni sociali e di governance. Tale processo, infatti, muove dalla identificazione dei fattori rilevanti, per poi prevederne la considerazione e l'integrazione nell'ambito di una classificazione nei diversi ambiti di gestione del rischio (come ad esempio rischio di default, modelli di credit scoring, rating)²⁵.

²³ Cfr. EBA - Consultation paper. Draft Guidelines on the management of ESG risks. EBA/CP/2024/02, 18 gennaio 2024. Il paragrafo 28 dispone che: “*With regard to environmental risks, institutions’ internal procedures should enable to quantify these risks, such as by estimating the probabilities of materialization and magnitude of financial impacts stemming from environmental factors, and should establish Key Risks Indicators (KRIs) covering the short-, medium- and long-term time horizons and exposures and portfolios materially exposed.*”

²⁴ *Ibid.* Al paragrafo 29 è disposto che: “*With regard to social and governance risks, where quantitative information is lacking, institutions’ internal procedures should provide for a method that starts by evaluating qualitatively the potential impacts of these risks on the operations of, and financial risks faced by, the institution, and gradually develop quantitative measures.*”

²⁵ L'art. 31 del documento in consultazione precedentemente citato elenca, almeno parzialmente, una serie di fattori di rischio e criteri che possano catturare sia i fattori

Inoltre, l'EBA propone una seconda metodologia di analisi, la cui attenzione è declinata verso il portafoglio, al fine di assicurare un processo di pianificazione a medio termine. Trattasi di un'opzione che fa riferimento all'allineamento del portafoglio rispetto ad obiettivi macroeconomici di sostenibilità, nella quale assume particolare rilevanza la misurazione di un eventuale scostamento tra metriche di sostenibilità dei propri portafogli con scenari di riferimento dell'Unione.

Va infine considerato che viene ipotizzata dall'EBA anche una metodologia di computo dei rischi basata sull'utilizzo di scenari atti a verificare la sensibilità dei programmi operativi su orizzonti temporali diversi rispetto alle dinamiche dei rischi ESG. A ben considerare, appare quantomeno sfidante ipotizzare che, in sede di prima applicazione delle norme prudenziali in materia di rischi ESG, una banca possa dar corso ad un processo di previsione dei valori attesi, considerando al contempo sia il verificarsi di diverse situazioni futuribili, sia le relative variazioni dei valori dei parametri del sistema, in un ambiente incerto qual è quello che si prospetta negli anni a venire.

4. *Il ruolo degli stress test*

È diffusa e generalizzata l'esigenza di una regolamentazione finalizzata a rinforzare il framework degli stress test e ad includere la sensibilità ambientale tra le attività considerate nei procedimenti di

fisici che quelli di rischio di transizione. Il testo prevede le seguenti fattispecie: “a) *the degree of vulnerability to acute and chronic physical risks, taking into account the geographical location and exposure to environmental hazards of the key assets of counterparties and guarantors or of the physical collateral backing the exposures, considering both on-balance sheet (loans and tangible assets) and off-balance sheet (guarantees) exposures; b) the degree of vulnerability to transition risks, considering the relevance of technological developments and environmental regulations applicable or foreseeable to the sector of activity of the counterparty, as well as the current and forecasted GHG emissions in absolute and/or intensity of assets, or energy performance in the case of residential or commercial real estate exposures; c) the likelihood of critical disruptions to the business model and/or supply chain of the counterparty due to environmental factors such as the impact of biodiversity loss, water stress or pollution; d) the (planned) maturity or term structure of the exposure or asset; e) mitigation opportunities, such as private or public insurance coverage for example based on available national catastrophe schemes or similar frameworks, adaptive capacity and transition planning of the counterparty.*”

vigilanza prudenziale. Di ciò ne è consapevole anche il regolatore europeo, che - nel licenziare la bozza della CRD VI - formula il *considerando n. 35* secondo cui “*i rischi ESG possono avere implicazioni di vasta portata per la stabilità di singoli istituti e del sistema finanziario nel suo complesso*”²⁶.

A ciò, tuttavia, deve conseguire uno sviluppo dei modelli prudenziali che consentano di risaltare l'enfasi che i supervisori hanno posto sulle esposizioni delle banche ai rischi ESG. Trattasi di un'esposizione che, a ben considerare, è caratterizzata dalla natura a lungo termine della transizione verso un'economia sostenibile, climaticamente neutra e circolare²⁷. Pertanto, un'approfondita comprensione della profondità di tale transizione potrebbe travalicare i confini della rendicontazione contabile e, per l'effetto, comportare cambiamenti significativi nei modelli di business delle banche. Donde una possibile interdipendenza tra l'accentuazione delle sensibilità ambientali e l'emersione di nuovi rischi, collegati al *remodelling* della banca.

Alla luce di quanto precede appare necessario soffermarsi sulle opzioni disciplinari che delineano, in prospettiva, nuovi equilibri nell'*agere* finanziario; infatti, l'attenzione per il sociale e per l'ambiente limita il “potere di mercato” a causa della presenza di una tipologia di preferenze (della clientela e dei supervisori) differente rispetto al passato. Si individuano nuove forme di condizionamento che circoscrivono anche l'interdipendenza degli operatori nel mercato interbancario; più in generale si ravvisa la possibilità che vengano applicati criteri di responsabilità ambientale nella regolamentazione delle operazioni di credito.

Da qui ipotizzabili dubbi e interrogativi in ordine alla capacità di tenuta dell'attuale assetto organizzativo e, dunque, l'esigenza di una chiarificazione che tenga conto dei risultati degli stress test più

²⁶ Cfr. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance risks, and amending Directive 2014/59/EU* - Confirmation of the final compromise text with a view to agreement, 4 dicembre 2023.

²⁷ Cfr. L. F. SIGNORINI, *La sfida della sostenibilità: transizione ecologica e finanza pubblica*, Intervento di Luigi Federico Signorini Direttore generale della Banca d'Italia, Associazione Bancaria Italiana - Inaugurazione Corso di Alta Formazione Roma, 18 aprile 2023.

recenti²⁸. Ed invero, quel che maggiormente rileva è la natura prospettica degli stress test, che li qualifica come strumenti informativi per valutare gli impatti futuri dei rischi climatici. E tale rilievo riguarda tanto gli stress test centralizzati condotti dalle autorità di vigilanza quanto le prove interne condotti dalle banche in subiecta materia²⁹.

Vengono, quindi, in considerazione le modifiche introdotte dalla CRD VI finalizzate a sviluppare congiuntamente linee guida per garantire stress test ESG coerenti e a lungo termine, sulla base delle prove scientifiche disponibili e basandosi sul lavoro comunitario volto a rendere più verde il sistema finanziario³⁰.

Ed invero, seguendo il solco tracciato dalla Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile³¹, il regolatore europeo ritiene che gli stress dei rischi legati all'ambiente debbano comprendere sia il pericolo dei cambiamenti climatici, sia il degrado ambientale e la

²⁸ È, al riguardo, significativo che nel primo semestre del 2024, la BCE stia sottoponendo a una prova di stress sulla resilienza cibernetica un ammontare pari a 109 banche soggette alla sua vigilanza diretta (c.d. intermediari significativi), non con l'obiettivo di valutarne le capacità di prevenzione, bensì la risposta e la ripresa in caso di attacco cibernetico. Più in dettaglio lo scenario della prova di stress prevede che un attacco cibernetico riesca a perturbare l'operatività corrente delle banche, le quali metteranno quindi alla prova le proprie misure di risposta e ripresa, tra cui l'attivazione di procedure di urgenza e piani di emergenza e il ripristino della normale operatività. I supervisori saranno in questa fattispecie chiamati a valutare la capacità delle banche di affrontare un tale scenario; cfr. BCE, *La BCE metterà alla prova la capacità di ripresa delle banche in caso di attacco cibernetico*, comunicato stampa, 3 gennaio 2024, disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ssm.pr240103~a26e1930b0.it.html>.

²⁹ T. EMAMBAKSH, M. FUCHS, S. KÖRDEL, C. KOURATZOGLU, C. LELLI, R. PIZZEGHELLO, C. SALLEO, M. SPAGGIARI, ECB, *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy*, *Occasional Paper Series* n. 328, 2023.

³⁰ Le prove di stress sui rischi ESG dovrebbero iniziare dai fattori legati al clima e all'ambiente, in particolare dai rischi legati al clima e dai rischi derivanti dal degrado ambientale e dalla perdita di biodiversità, alla luce della loro urgenza. Man mano che diventano disponibili più dati e metodologie sui rischi ESG, le autorità competenti dovrebbero valutare sempre più l'impatto di tali rischi nelle loro valutazioni di adeguatezza delle banche.

³¹ Cfr. BCE, *ECB steps up climate work with focus on green transition, climate and nature-related risks*, comunicato stampa, 30 gennaio 2024, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240130~afa3d90e07.en.html>.

perdita di biodiversità, in modo tale da assicurare che le banche non assumano posizioni creditorie nei confronti di soggetti che svolgono attività ostative alla realizzazione della politica comunitaria in materia socio-ambientale³². In particolare, assumendo l'adozione della bozza di CRD VI in circolazione, l'art. 101 con l'introduzione del comma 4 demanderà alle 3 ESAs (EBA, ESMA, EIOPA) - per mezzo del Comitato Congiunto - la responsabilità di sviluppare linee guida atte a garantire coerenza, stime di lungo termine e standard valutativi comuni delle metodologie sottostanti gli stress test dei rischi ESG.

Significativo, sul punto, è anche l'aggiornamento dell'articolo 501 *quater* del CRR, nel quale si prevede una formula di base per il trattamento prudenziale delle esposizioni a fattori ambientali e/o sociali; donde il riscontro di un elemento atto a gettare le fondamenta per l'inclusione dei rischi ESG nei requisiti di primo pilastro³³.

Analoga importanza assume la specificazione del regime previsto per il requisito di capitale riferibile al rischio sistemico. Trattasi di un ammontare di capitale di classe CET1³⁴ che dovrà computare i pericoli

³² Cfr. considerando 34 della *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance risks, and amending Directive 2014/59/EU* - Confirmation of the final compromise text with a view to agreement, 4 dicembre 2023.

³³ Cfr. Regolamento (UE)2019/876, Art. 501-*quater* - Trattamento prudenziale delle esposizioni relative a obiettivi ambientali e/o sociali "L'ABE, previa consultazione del CERS, valuta, sulla base dei dati disponibili e delle conclusioni del gruppo di esperti ad alto livello della Commissione sulla finanza sostenibile, se un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività, comprese le cartolarizzazioni, soggette a impatti derivanti da fattori ambientali e/o sociali, sia giustificato. In particolare, l'ABE valuta: a) le metodologie per la valutazione dell'effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività soggette ad impatti derivanti da fattori ambientali e/o sociali rispetto alla rischiosità di altre esposizioni; b) l'elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; c) i potenziali effetti a breve, medio e lungo termine di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività soggette ad impatti derivanti da fattori ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell'Unione. L'ABE presenta una relazione sulle sue conclusioni al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione entro il 28 giugno 2023."

³⁴ Il coefficiente di capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1, CET1) include in genere le azioni, gli utili non distribuiti e altre riserve ed è il capitale di qualità più elevata secondo la definizione della normativa bancaria.

di natura macro-ambientale e le relative interdipendenze, donde l'aspettativa che le autorità di supervisione possano far leva su tale previsione per affrontare vari tipi di rischi sistemici, tra cui i rischi sistemici legati al cambiamento climatico (in una rinnovata formula applicativa delle disposizioni recate dall'art. 133 della CRD).

Concludendo sul punto appare utile considerare che, sul piano microprudenziale, assume specifico rilievo il potere, delle autorità competenti, di applicare una riserva a determinati insiemi o sottoinsiemi di esposizioni (ad esempio, nel caso di rischi fisici diretti, legati ai cambiamenti climatici), laddove ritengano che vi sia una correlazione tra l'equilibrio ambientale e le capacità di rimborso delle obbligazioni assunte dai soggetti che hanno incardinato la propria attività su tale equilibrio³⁵.

5. Verso una vigilanza eco-prudenziale?

In conclusione, appare utile evidenziare la scelta del regolatore europeo di incidere sul clima per la via creditizia e, quindi, attraverso la regolamentazione dei rischi climatici mediante misure basate sul secondo pilastro di Basilea. In tal modo, infatti, si introducono nel mercato bancario costi transattivi destinati a gravare sulle forme operative che si mostrano poco compatibili con l'ambiente di riferimento.

Al riguardo, va altresì considerato che il regolatore appare confidare a pieno nella possibilità che i meccanismi del secondo pilastro siano in grado di indurre le banche a scegliere le proprie esposizioni in modo tale da selezionare le imprese atte a garantire l'osservanza delle condizioni ambientali, in quanto queste ultime ne minimizzano l'esposizione a rischi ESG (e, quindi, i relativi accantonamenti prudenziali previsti per preservare la stabilità del comparto creditizio). Si comprende che un tale livello di fiducia possa fondarsi anche sulla

³⁵ Se da un lato sono diverse le iniziative che si stanno intraprendendo in Europa per includere i rischi ambientali nella vigilanza prudenziale (si veda a titolo di esempio il documento EBA, *Report in response to the call for advice from the european commission on green loans and mortgages*, dicembre 2023) dall'altro, policy-maker ed Autorità di supervisione sembrano coscienti che, alla luce delle caratteristiche dei rischi di specie, servirà un approccio di implementazione graduale per contenere eventuali effetti negativi su business model e capitale dei soggetti vigilati.

qualità e la flessibilità degli elementi propri della supervisione prudenziale; tuttavia, ciò solleva un interrogativo in ordine alla possibilità che un modello di intervento siffatto possa rappresentare *tout court* il nuovo paradigma di promozione della sostenibilità ambientale e, quindi, proporsi quale meccanismo universale atto a travalicare gli ambiti del mercato bancario.

Non v'è dubbio che l'opzione disciplinare di ampliare gli obiettivi perseguiti dalla vigilanza prudenziale oltre quello della stabilità appare efficiente, in quanto consente di avvantaggiarsi di processi e risorse già impiegate stabilmente dalle banche³⁶. Tuttavia, un processo di specie, alla luce della peculiarità delle esposizioni sottostanti richiedere un impegno specifico per raccogliere e verificare una mole di dati che, al presente, non fluisce direttamente dai clienti alle banche e, quindi, appare poco compatibile con l'esigenza di garantire una rendicontazione affidabile per supportare le opzioni della regolamentazione prudenziale³⁷.

Pertanto, appare più che logica la scelta di intraprendere la gestione delle esposizioni ecosensibili attraverso un modello di supervisione incentrato sul secondo pilastro, in quanto esso, seppur complementare ai requisiti patrimoniali minimi, appare adeguato ad indurre gli intermediari a misurare e gestire adeguatamente i rischi ambientali e sociali. Ed invero, una misura ESG di secondo pilastro appare idonea ad estendere i propri effetti oltre il patrimonio delle banche, producendo esternalità positive e sistemiche atte ad indurre i clienti delle banche a salvaguardare la biosfera terrestre e il benessere sociale. In altri termini, le scelte regolamentari operate dalla CRD VI e dal CRR III proiettano la supervisione prudenziale verso un innovativo ruolo di tutori dell'utilità sociale, in linea con il novellato disposto degli art. 9 e art. 41 della Costituzione italiana, per il quale la tutela ambientale è divenuta una priorità per la nostra Repubblica

³⁶ Sul punto si consenta rinviare al documento dell'EBA *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, ottobre 2023, ove vi sono diversi spunti e diverse raccomandazioni finalizzate ad accelerare l'integrazione dei rischi ambientali e sociali nei requisiti di primo pilastro.

³⁷ Cfr. la sezione *Climate change and the ECB*, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.en.html>.

Dichiarazioni inesatte e reticenze dell'assicurato rispetto a rischi ESG e ICT

SOMMARIO: 1. Premessa ed obiettivi dell'indagine. – 2. Brevi cenni ricostruttivi sulla portata degli artt. 1892 e 1893 c.c. – 3. Il problema: le dichiarazioni inesatte e le reticenze sui rischi ESG e ICT. – 4. L'istruttoria che precede la stipula della polizza. – 5. Sulla colpa del contraente. – 6. Conclusioni.

1. Premessa ed obiettivi dell'indagine

Scopo delle seguenti riflessioni è approfondire come i rimedi predisposti dagli artt. 1892 e 1893 c.c. a favore dell'assicuratore operino rispetto alle dichiarazioni inesatte e alle reticenze dell'assicurato riguardanti rischi ESG e ICT cui quest'ultimo sia eventualmente esposto. I due acronimi indicano rispettivamente i rischi climatici ed ambientali, sociali e relativi al governo dell'impresa (*environmental, social and governance*), e quelli inerenti alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*information and communication technologies*). Rischi nei confronti dei quali l'attenzione dell'ordinamento, così come del mercato, è crescente e, invero, si può certamente affermare che quello assicurativo è stato tra i primi settori dell'economia ad interessarsene: basti pensare, ad esempio, alla sensibilità maturata dalle compagnie assicurative verso i rischi ambientali e climatici nelle polizze rivolte al settore agricolo¹.

¹ Sul tema, si v. i saggi raccolti in *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, S. LANDINI (a cura di), Napoli, 2023. In generale, per quel che concerne le sfide che il cambiamento climatico pone al mercato assicurativo, si v. S.B. HECHT, *Climate change and the transformation of risk: insurance matters*, in *UCLA law review*, 2008, 1559 ss.; e, più recentemente, F. ARNOLD-DWYER, *Insurance, climate change and the law*, Londra, 2024, 34 ss.; e N. BROOK, W. LAWRENCE e Z. SEDILEKOVA, *Climate change and insurance*, in *The global insurance market and change. Emerging technologies, risks and legal challenges*, A.A. TARR, J.A. TARR, M. THOMPSON e D. WILKINSON (a cura di), Londra, 2024, 409 ss.

Com'è noto, gli artt. 1892 e 1893 c.c. risalgono ad un'epoca² in cui né il legislatore né il mercato si interessavano a tali rischi in maniera anche solo equiparabile a quanto accade ai giorni nostri, con la conseguenza che viene da chiedersi come le due disposizioni possano operare in questo nuovo contesto: ed infatti, in letteratura, ci si è iniziati a domandare «se questa nuova presa di coscienza collettiva verso i rischi ESG [ma lo stesso dicasi per i rischi ICT] non porti a valutare in maniera diversa il dolo o la colpa, grave o lieve, del cliente che abbia fornito dichiarazioni inesatte o sia stato reticente a riguardo»³.

2. Brevi cenni ricostruttivi sulla portata degli artt. 1892 e 1893 c.c.

Ciò premesso, prima di procedere nell'indagine, pare opportuno richiamare brevemente i tratti essenziali degli artt. 1892 e 1893 c.c. Entrambe le disposizioni mirano a tutelare l'assicuratore rispetto alle dichiarazioni inesatte e alle reticenze dell'assicurato relative a circostanze tali che il primo non avrebbe dato il proprio consenso alla stipula della polizza, o non lo avrebbe dato alle medesime condizioni, se avesse conosciuto il vero stato delle cose. In particolare, l'art. 1892 c.c. attribuisce all'assicuratore il diritto di chiedere l'annullamento del contratto nel caso in cui la sua controparte abbia agito con dolo o colpa

² Il 1942, anno di emanazione del nostro Codice civile, anche se, invero, l'antecedente storico delle due disposizioni in commento è da individuarsi nell'art. 348 del *Code de commerce* francese del 1808, ripreso poi dall'art. 429 del Codice del commercio italiano del 1882, sui quali si v., rispettivamente, I. ALAUZET, *Commentaire du Code de commerce et de la législation commerciale*, vol. III, Parigi, 1857, 362 ss.; e C. VIVANTE, *Del contratto di assicurazione*, in AA.VV., *Il Codice di commercio italiano*, vol. V, Verona-Padova-Torino, 1883, 123 ss. Per una puntuale ricostruzione dell'evoluzione normativa appena richiamata si v. altresì A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, vol. II, Milano, 1954, 299 ss.; G.U. TEDESCHI, "Misrepresentation" e "non-disclosure" nel diritto assicurativo italiano, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 479 ss.; V. SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in A. TORRENTE e V. SALANDRA, *Rendita perpetua. Rendita vitalizia. Assicurazione. Artt. 1861-1932*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, III ed., 1966 (rist. 1969), 238 ss.; G. VISINTINI, *La reticenza nel contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1971, I, 423 ss.; e, più recentemente, M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 407 ss.

³ Così, M. DE POLI, *Trasparenza e informativa nelle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2024, 19, pubblicato anche in *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, S. LANDINI (a cura di), cit., 168.

grave, purché dichiarati a quest'ultima di volere azionare la tutela in questione entro tre mesi dal giorno in cui ha saputo dell'inesattezza della dichiarazione o della reticenza, e, nel caso in cui il sinistro si verifichi prima che sia decorso tale termine, l'assicuratore non è tenuto a pagare l'indennizzo. Inoltre, l'assicurato è tenuto a corrispondergli i premi relativi al periodo di assicurazione in corso al momento in cui è stato domandato l'annullamento e, in ogni caso, quello convenuto per il primo anno. L'art. 1893 c.c., invece, guarda all'ipotesi in cui l'assicurato abbia agito senza dolo o colpa grave, consentendo all'assicuratore di recedere dal contratto, sempre entro tre mesi. Inoltre, qualora il sinistro si verifichi prima che l'inesattezza della dichiarazione o la reticenza sia conosciuta dall'assicuratore, o prima che questi abbia manifestato la propria volontà di recedere, la somma dovuta a titolo di indennizzo è ridotta proporzionalmente alla differenza tra il premio convenuto e quello che sarebbe stato applicato se si fosse conosciuto il vero stato delle cose⁴.

⁴ Per un maggiore approfondimento sulla portata delle due disposizioni, si v. A. DONATI, *op. cit.*, 297 ss.; L. BUTTARO, voce «Assicurazione (contratto di)», in *Enc. Dir.*, vol. III, Milano, 1958, 483 ss.; G.U. TEDESCHI, *op. cit.*, 479 ss.; F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963 (rist. Napoli, 2012), 102 ss.; V. SALANDRA, *op. cit.*, 234 ss.; G. VISINTINI, *op. cit.*, 423 ss.; G. SCALFI, voce «Assicurazione (contratto di)», in *Digesto / comm.*, vol. I, Torino, 1987, 355 s.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 407 ss.; M. ROSSETTI, *Il contenuto oggettivo del contratto di assicurazione*, in *Le assicurazioni private*, G. ALPA (a cura di), vol. I, Torino, 2006, 1041 ss.; ID., *Il diritto delle assicurazioni*, vol. I, Padova, 2011, 863 ss.; I. CARASSALE, *Obblighi e oneri. Regole di responsabilità*, in *Tratt. Visintini*, vol. II, Padova, 2009, 865 ss.; S. LANDINI, sub artt. 1892-1894, in *Comm. c.c. Gabrielli*, vol. *Dei singoli contratti. Artt. 1861-1986*, Torino, 2011, 96 ss.; ID., *Elementi essenziali del contratto di assicurazione*, in *Tratt. Roppo*, vol. V, Milano, 2014, 467 ss.; F. PECCENINI, *Assicurazione. Artt. 1882-1932*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2011, 58 ss.; M. IRRERA, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Tratt. Cottino*, vol. X, Padova, II ed., 2011, 192 ss.; R. CALVO, *Il contratto di assicurazione. Fattispecie ed effetti*, in *Tratt. Franzoni*, Milano, 2012, 71 ss.; A. BRACCIODIETA, *Il contratto di assicurazione. Disposizioni generali. Artt. 1882-1903*, in *Comm. c.c. Schlesinger*, Milano, 2012, 123 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L'impresa - I contratti*, in *Tratt. Buonocore*, sez. III, vol. III, Torino, 2013, 301 ss.; D. PIRILLI, *La fase precontrattuale nell'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 2013, 417 ss.; V. DE LORENZI, *Contratto di assicurazione e dichiarazioni inesatte e reticenti sul rischio dell'assicurato*, *ivi*, 2014, 195 ss.; S. LANDINI, *Elementi essenziali del contratto di assicurazione*, in *Tratt. contratti Roppo*,

La dottrina ha ampiamente discusso sulla natura degli artt. 1892 e 1893 c.c.⁵: alcuni Autori hanno ritenuto che la completa e veritiera rappresentazione delle circostanze determinanti per il consenso dell'assicuratore sia un onere dell'assicurato, il cui assolvimento gli è utile a conservare il diritto all'indennizzo; altri, invece, hanno affermato che le disposizioni in commento delineano non un onere bensì un obbligo precontrattuale; altri ancora, infine, hanno ritenuto che gli artt. 1892 e 1893 c.c. siano da ricondurre – pur con le loro peculiarità⁶ – alla categoria dei rimedi contro i vizi della volontà. Sebbene la giurisprudenza più recente accolga la tesi dell'onere⁷, a chi scrive sembra che un obbligo precontrattuale in capo all'assicurando di fornire

vol. V, Milano, 2014, 467 ss.; P. CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2021, 191 ss.; ID., *Autoresponsabilità e contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 2023, 22 ss.; e L. VELLISCIG e S. NITTI, *Contratto di assicurazione e gestione del rischio di dichiarazioni inesatte o reticenti in prospettiva comparata*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2022, 307 ss.

⁵ Sia consentito qui solamente riassumere i tratti del dibattito e rinviare, per un maggiore approfondimento sul punto, agli scritti richiamati alla nota precedente, e, in particolar modo, spec. a M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, loc. ult. cit., e P. CORRIAS, *Autoresponsabilità e contratto di assicurazione*, loc. ult. cit.

⁶ La principale peculiarità riguarda l'art. 1892 c.c. ed attiene all'espressa attribuzione di una efficacia invalidante al comportamento reticente; comportamento che, invece, non è espressamente menzionato all'art. 1439 c.c. relativo all'azione generale di annullamento per dolo, il quale fa riferimento ai soli raggiri. Nondimeno, la dottrina si è ampiamente interrogata sulla possibilità di ricondurre anche la reticenza alla tutela di cui all'art. 1439: in tema, si v. spec. gli studi di M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 398 ss.; ID., *Servono ancora i "raggiri" per annullare il contratto per dolo? Note critiche sul concetto di reticenza invalidante*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, II, 911 ss.; e, più recentemente, ID., *La reticenza*, in *Alberto Trabucchi*, S. DELLE MONACHE e G. GABRIELLI (a cura di), Napoli, 2021, 403 ss.

⁷ Si v. Cass., 24 luglio 2024, n. 20658, ined. ma consultabile in *DeJure e OneLegale*, che ha enunciato il seguente principio di diritto: «nel contratto di assicurazione la descrizione del rischio è un *onere* dell'assicurato e del contraente, i quali perciò in caso di falsità o reticenze sopporteranno le conseguenze previste dagli artt. 1892, 1898 o 1909 c.c. L'assicuratore di conseguenza può legittimamente fare affidamento sulle circostanze dichiarate dall'assicurato o dal contraente; non ha alcun obbligo di attivarsi per verificarne la verità, e nell'assicurazione per conto altrui non è tenuto a riferire all'assicurato le dichiarazioni del contraente delle quali ignori incolpevolmente la falsità» (l'enfasi è di chi scrive). Sempre recentemente, di onere parla anche Cass., 19 giugno 2020, n. 11905, massimata in *Resp. civ. prev.*, 2021, 261 e consultabile per esteso in *DeJure*.

all'assicuratore una completa e veritiera rappresentazione dei rischi cui è esposto certamente esista ma che esso non possa essere ricavato dagli artt. 1892 e 1893 c.c., o quantomeno non in via esclusiva da tali disposizioni. L'obbligo di cui si discute, invero, può essere ricostruito già sulla scorta della buona fede precontrattuale di cui all'art. 1337 c.c., che impegna ciascuna delle parti – usando le parole della Suprema Corte – a «trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto»⁸. Ed invero, a conferma di quanto detto, è opinione condivisa che nella stipula del contratto di assicurazione, così come nella sua esecuzione, sia richiesta alle parti la

⁸ Così, Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. it.*, 2006, 1601, con nota di G. SICCHIERO, *Un buon ripensamento del S.C. sulla asserita nullità del contratto per inadempimento*, 1602 ss.; e pubblicata anche in *Foro it.*, 2006, I, 1113, con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, 1107 ss. Per la dottrina, in questi termini, si v. già E. BETTI, *Teoria genera delle obbligazioni*, vol. I, Milano, 1953, 81 s.; S. ROMANO, voce «Buona fede (dir. priv.)», in *Enc. Dir.*, vol. V, Milano, 1959, 683 s.; F. BENATTI, *op. cit.*, 38; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale. Artt. 1321-1352*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1970, 206. Per un maggiore approfondimento sugli obblighi informativi derivanti dalla buona fede precontrattuale, si v. altresì, più recentemente, M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 357 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, II ed., 2011, 169 ss.; F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, 317 ss.; e G. FINAZZI, *Correttezza e buona fede*, in *Tratt. Garofalo*, vol. I, t. IV, Padova, 2018, 165 ss.

massima buona fede (*uberrima fides*)⁹, in particolar modo all'assicurando¹⁰.

Gli artt. 1892 e 1893 c.c. non pongono esplicitamente alcun obbligo informativo in capo all'assicurando ma, ad avviso di chi scrive, confermano l'esistenza di quello appena ricostruito sulla scorta dell'art. 1337 c.c.¹¹, apprestando due rimedi speciali rispetto a situazioni in linea di massima riconducibili alla sua violazione; rimedi che, ovviamente, si sommano a quello risarcitorio laddove da tale violazione sia scaturito un danno in capo all'assicuratore che non sia già riparabile attraverso

⁹ Così già A. DONATI, *op. cit.*, 298; G.U. TEDESCHI, *op. cit.*, 491 ss.; L. BUTTARO, *op. cit.*, 483 s.; V. SALANDRA, *op. cit.*, 236; e, più recentemente, A. MONTI, *Buona fede e assicurazione*, Milano, 2002, 125 ss.; ID., *La buona fede nel contratto di assicurazione*, in *Le assicurazioni private*, G. ALPA (a cura di), vol. I, cit., 1104 s. Tale concezione è figlia della tradizione dei paesi di *Common law* e, infatti, tutt'oggi, il *Marine insurance act* inglese del 1906, all'art. 17, stabilisce che «A contract of marine insurance is a contract based upon the utmost good faith». Peraltro, la disposizione appena richiamata è espressione di un principio più generale di matrice giurisprudenziale, enunciato nel 1766 da Lord Mansfield nella controversia *Carter v. Boehm*, in 3 *Burr*, 1905 ss.: «Good faith forbids either party by concealing what he privately knows, to draw the other into a bargain from his ignorance of that fact, and his believing the contrary» (così al par. 1910). Per un maggiore approfondimento sul sistema anglosassone in una prospettiva comparata con quello continentale, si v. recentemente L. VELLISCIG e S. NITTI, *op. cit.*, 315 ss.

¹⁰ Questo perché, come evidenziato da A. DONATI, *op. loc. ult. cit.*, diversamente degli altri contratti, nei quali generalmente le informazioni fornite da una delle parti possono essere agevolmente verificate dall'altra prima della stipula del contratto, in quello di assicurazione l'accertamento da parte dell'assicuratore di quanto indicato dall'assicurando è spesso impossibile, in quanto ciò coinvolge eventi passati o di natura delicata, che spesso implicherebbero una lunga e costosa attività ricognitiva. Sul punto, però, cfr. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 72 e spec. nt. 187, il quale richiama le osservazioni di P.S. ATIYAH, *An Introduction to the Law of Contract*, Oxford, V ed., 1995, 254, secondo cui le ragioni che hanno creato tale regime di favore verso l'assicuratore sono ormai divenute "oppressive" e fonti di gravi ingiustizie, ben potendo oggi le compagnie assicurative prendersi cura dei propri interessi.

¹¹ Peraltro, l'esistenza di tale obbligo può essere ricostruita anche alla luce dell'art. 1338 c.c.: se è vero che tale previsione impegna le parti a comunicarsi le cause di invalidità del contratto note o che avrebbero dovuto essere conosciute, a maggiore ragione esse saranno obbligate a non porre in essere comportamenti capaci di invalidare il contratto, come quelli contemplati dagli artt. 1893 e 1893 c.c.

tali tutele speciali¹². Invero, in letteratura si è affermato che l'art. 1893 c.c. guardi solamente ad ipotesi in cui l'assicurato abbia agito in buona fede e, quindi, conformemente all'art. 1337 c.c.¹³: tale rilievo non sembra del tutto condivisibile perché esaurisce il perimetro della buona fede oggettiva, cui fa riferimento la disposizione da ultimo citata¹⁴, nei comportamenti caratterizzati da dolo o colpa grave quando, invece, esso abbraccia anche situazioni differenti, caratterizzate da colpa lieve e, quindi, rilevanti ai fini dell'art. 1893 c.c. Se infatti, come si è detto, ad essere violato è un *obbligo* informativo, allora tale violazione ricadrà nel perimetro applicativo dell'art. 1218 c.c., il quale non distingue tra colpa grave e colpa lieve ai fini della configurazione della responsabilità del soggetto inadempiente, rilevando tale distinzione solamente ai fini della graduazione della responsabilità¹⁵. Ma alla stessa conclusione si può pervenire laddove si aderisca alla tesi che riconduce la violazione dell'art. 1337 c.c. all'alveo della responsabilità aquiliana: anche in tal caso la responsabilità non è esclusa nelle ipotesi di colpa lieve ma, semplicemente, viene valutata con un diverso rigore¹⁶. In buona sostanza, ai fini che qui ci occupano, la distinzione tra colpa

¹² Sul punto, si v. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 406 e spec. nt. 20, il quale evidenzia come l'assicuratore potrebbe anche rinunciare a domandare l'annullamento del contratto, preferendo optare per l'azione di risarcimento dei danni.

¹³ Di questo avviso sono E. BETTI, *Teoria genera delle obbligazioni*, vol. I, cit., 88; e G. SCALFI, *op. cit.*, 355.

¹⁴ Sul fatto che la buona fede di cui all'art. 1337 c.c. sia da intendersi in senso oggettivo e, quindi, quale regola di condotta, v'è unanimità in letteratura: si v. S. ROMANO, *op. cit.*, 678; F. BENATTI, *op. cit.*, 47; R. SCOGNAMIGLIO, *op. cit.*, 203 s.; G. PATTI e S. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard. Artt. 1337-1342*, in *Comm. c.c. Schlesinger*, Milano, 1993, 10 s. e 22 ss.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, cit., 336 s. e spec. nt. 117; V. ROPPO, *op. cit.*, 167; e G. FINAZZI, *op. cit.*, 11 e 130 s. Sul tema, si v. altresì ampiamente F. PIRAINO, *op. cit.*, *passim*.

¹⁵ *Ex multis*, si v. C.M. BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni. Artt. 1218-1129*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, II ed., 1979, 82 ss.; e A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale. Artt. 1173-1176 c.c.*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988, 419 ss.

¹⁶ Si v. M. FRANZONI, *Fatti illeciti. Artt. 2043-2059*, in *Comm. c.c. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1993, 134 ss.; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. V, Milano, 1994, 578 ss.; e G. ALPA, M. BESSONE e V. ZENO-ZENCOVICH, *I criteri di imputazione: colpa, dolo, rischio*, in *Tratt. Rescigno*, vol. XIV, Torino, II ed., 1995 (rist. 2008), 78.

grave e colpa lieve rileva unicamente in relazione alla scelta circa l'esperimento della tutela di cui all'art. 1892 o di quella prevista dall'art. 1893 c.c. (oltre che ai fini della graduazione della responsabilità dell'assicurato nel caso in cui sussistano i margini per un'azione risarcitoria nei suoi confronti).

Da ultimo, va altresì rilevato che l'art. 1893 c.c. guarda *anche* a situazioni estranee alla violazione dell'art. 1337 c.c., operando – almeno così sembra a chi scrive – pure quando la dichiarazione inesatta o la reticenza prescindano da qualsivoglia tipo di colpa dell'assicurato. Invero, alcuni Autori¹⁷ ritengono che l'art. 1893 c.c. non si applichi alle ipotesi in cui manchi una qualche colpa dell'assicurato. Tale linea interpretativa, però, non sembra condivisibile dal momento che il tenore letterale della disposizione in commento non ne circoscrive l'applicabilità ai soli casi di colpa lieve¹⁸.

Ciò premesso, al di là delle differenze tra le situazioni prese in considerazione e tra i rimedi previsti dagli artt. 1892 e 1893 c.c., le due disposizioni condividono il medesimo fine, ossia quello di tutelare la corretta formazione del consenso dell'assicuratore rispetto ad ipotesi in cui si sia determinato a contrarre in base ad una erronea od incompleta rappresentazione della realtà, consentendogli l'art. 1892 c.c. di annullare il contratto e l'art. 1893 c.c. di recedere (o di ricondurre la prestazione dovuta ad una situazione di equilibrio nell'ipotesi di cui al secondo comma). Peraltro, attraverso i rimedi contemplati, le due disposizioni certamente stimolano l'assicurando ad adempiere diligentemente a quell'obbligo informativo che abbiamo detto esistere già in forza dell'art. 1337 c.c.: utilizzando un'espressione estranea alla penna di chi ha redatto le due previsioni in commento ma particolarmente calzante, si può affermare che gli artt. 1892 e 1893 c.c.

¹⁷ Si v. L. BUTTARO, *op. cit.*, 486; e spec. G.U. TEDESCHI, *op. cit.*, 487 s.

¹⁸ Sul punto si v. M. ROSSETTI, *Il diritto delle assicurazioni*, vol. I, cit., 878 s., il quale, richiamando diversi precedenti della Corte di Cassazione, rileva come quest'ultima, in diverse occasioni, abbia affermato che «l'art. 1893 c.c. trova applicazione in tutti i casi in cui le dichiarazioni false o reticenti siano state rese “senza colpa”, e che la corrispondenza tra rischio reale e rischio rappresentato dal contraente, costituendo un presupposto obiettivo di validità del contratto, stabilito a tutela e nell'interesse dell'assicuratore, rileva anche quando venga a mancare per una condotta in buona fede dell'assicurando».

contribuiscono ad una riduzione delle “asimmetrie informative” tra le parti¹⁹.

3. *Il problema: le dichiarazioni inesatte e le reticenze sui rischi ESG e ICT*

Delineati i contorni degli artt. 1892 e 1893 c.c., possiamo procedere ad approfondire come le due disposizioni operino rispetto a dichiarazioni inesatte e reticenze inerenti a rischi ESG e ICT. Com'è intuibile, i risultati dell'indagine proposta dipendono in buona parte dalle caratteristiche della polizza che l'assicurando mira a stipulare e, invero, potrebbero apparire scontati se ci si limitassimo a ragionare su quei casi in cui il rischio primario rispetto al quale l'assicurando vuole proteggersi coincide proprio con un rischio ESG o ICT. A titolo esemplificativo, richiamando ancora le polizze danni rivolte al settore agricolo²⁰, è immediatamente evidente come le dichiarazioni inesatte e le reticenze dell'assicurato rispetto alla sua esposizione ai rischi ambientali e climatici possano ricadere nell'ambito applicativo degli artt. 1892 e 1893 c.c.²¹. Lo stesso può dirsi, sempre a titolo esemplificativo, per quel che concerne le dichiarazioni inesatte e le

¹⁹ Così, recentemente, CORRIAS, *Le assicurazioni sulla vita*, cit., 192. Peraltro, similmente, si v. già E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Tratt. Vassalli*, vol. XV, t. II, Torino, II ed., 1950, 145, trattando incidentalmente delle dichiarazioni di cui agli artt. 1892-1893 c.c.: «La funzione utile, cui sono destinate codeste dichiarazioni rappresentative nella elaborazione del contratto secondo la fondamentale esigenza della buona fede (1337, 1366, 1375), è quella d'*informare* l'altra parte contraente di taluni elementi della situazione di fatto che sfuggono al suo controllo o alla sua attenzione, e che sogliono essere tenuti presenti nel valutare la convenienza del proposto regolamento d'interessi». Si v. anche le considerazioni sempre di E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, vol. I, cit. p. 100.

²⁰ A riguardo, si v. gli scritti richiamati alla precedente nota 1.

²¹ In arg., si v. S. LANDINI, *Credito e garanzie in agricoltura nell'unitarietà del diritto assicurativo, bancario e del mercato finanziario*, Napoli, 2018, 126, dove rileva come «l'offerta di contratti assicurativi per la copertura di rischi di produzione in agricoltura è segnatamente condizionata da due profili problematici: l'asimmetria informativa e la sistemicità del rischio. La prima è determinata dal fatto che le compagnie assicurative non conoscono perfettamente il profilo di rischio dell'impresa agricola».

reticenze sul rischio informatico con riferimento alla stipula delle cc.dd. “polizze *cyber risk*”²².

Maggiori dubbi sull’operare delle due disposizioni in commento permangono con riferimento a tutti quei casi in cui i rischi ESG e ICT non coincidono con il rischio rispetto al quale l’assicurando vuole proteggersi ma, nondimeno, possono contribuire alla sua materializzazione. Alcuni esempi possono essere utili a chiarire il problema: nelle polizze volte ad assicurare la reputazione aziendale²³, è immediatamente evidente come il rischio assicurato, ossia quello reputazionale, possa ben essere influenzato da fattori ESG e ICT, anche in combinazione tra loro se consideriamo come i *social media* possano indirizzare l’opinione del mercato nei confronti di un’impresa più o meno attenta alle tematiche ambientali e sociali²⁴.

Ancora: si pensi a come l’istruttoria prodromica alla stipula di polizze vita si focalizzi sullo stato di salute del contraente guardando prevalentemente alla sua cartella clinica e ad alcune sue abitudini poco salutari quali il fumo o il consumo di bevande alcoliche, nonché al caso in cui la sua posizione lavorativa lo esponga a sostanze nocive o ad attività rischiose per la sua incolumità. Nondimeno, il suo stato di salute può essere condizionato anche da determinati fattori sociali di cui, generalmente, l’assicuratore non si interessa particolarmente: è il caso, ad esempio, di una polizza vita contratta da un soggetto – come un c.d.

²² Su cui si v. S. LANDINI, *Privacy, rischio informatico e assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2019, 15 ss.; J.A. DE BRITO e M.L. RUIVO, *Core aspects of cyber risks insurance: An analysis in dialogue with some Portuguese and Italian insurance policies*, *ivi*, 2022, 473 ss.; M. RABITTI e S. SANDULLI, *L’assicurabilità del rischio cibernetico*, in *Corp. gov.*, 2022, 539 ss.; e R. CORBETT-WILKINS, C. McLAUGHLIN, A. TAYLOR, S. LLOYD, C. BELLIS, R. YEEND e K. PAYNTER, *Cyber risk and insurance*, in *The global insurance market and change. Emerging technologies, risks and legal challenges*, A.A. TARR, J.A. TARR, M. THOMPSON e D. WILKINSON (a cura di), cit., 286 ss. Sul tema, si v. anche i saggi recentemente raccolti in *Cyber risk e la postmodernità cibernetica*, A. CANDIAN e G. ROMAGNOLI (a cura di), Napoli, 2024.

²³ Polizze che, negli ultimi dieci anni, hanno acquisito sempre maggiore importanza sul mercato: si v. le considerazioni di N. GATZERT, J.T. SCHMIT e A. KOLB, *Assessing the risk of insuring reputational risk*, in *The journal of risk and insurance*, 2016, 641 ss. e spec. 650 ss.

²⁴ Si v. il recente studio sul tema condotto da M.L.D. NICOLAS, A. DESROZIERS, F. CACCIOLI e T. ASTE, *ESG reputation risk matters: An event study based on social media data*, luglio 2023, in *SSRN* e pubblicato anche in *Finance research letters*, gennaio 2024.

“colletto bianco” – esposto a situazioni di particolare stress lavorativo, che, come dimostrato da recenti studi²⁵, può contribuire all’insorgere di malattie cardiovascolari.

Un ultimo esempio: si pensi ad una polizza D&O²⁶ contratta dall’esponente aziendale di un’impresa in cui l’intelligenza artificiale sia integrata in maniera significativa negli assetti amministrativi, organizzativi e contabili. In tal caso la possibilità che il malfunzionamento della tecnologia di cui si discute e, quindi, il relativo rischio ICT incidano sulla responsabilità dell’esponente aziendale assicurato è evidente²⁷, anche se, generalmente, il problema non è affrontato nel corso dell’istruttoria che precede la stipula di questo

²⁵ Si v. M. KIVIMÄKI e I. KAWACHI, *Work stress as a risk factor for cardiovascular disease*, in *Current cardiology reports*, 2014, 74 ss.; e M. LAVIGNE-ROBICHAUD, X. TRUDEL, D. TALBOT, A. MILOT, M. GILBERT-OUMET, M. VÉZINA, D. LAURIN, C.E. DIONNE, N. PEARCE, G.R. DAGENAIS e C. BRISSON, *Psychosocial stressors at work and coronary heart disease risk in men and women: 18-year prospective cohort study of combined exposures*, in *Circulation: Cardiovascular quality and outcomes*, 2023, 688 ss.

²⁶ Sulle cui caratteristiche si v. recentemente M. ROSSETTI, *Le polizze “Directors’ & Officers’ ” (D&O). Aspetti sostanziali e processuali*, in *Le azioni di responsabilità nelle società di capitali*, M. DE POLI e G. ROMAGNOLI (a cura di), Pisa, II ed., 2024, 385 ss.; nonché D. REGOLI, *Le polizze assicurative professionali: nuovi profili*, in *Responsabilità societarie e assicurazione. Amministratori, sindaci e revisori*, P. MONTALENTI (a cura di), Milano, 2009, 103 ss.; e L. TESSORE, *Le coperture assicurative di amministratori, sindaci e revisori nel mercato italiano*, *ivi*, 131 ss.

²⁷ Per un maggiore approfondimento sul problema, si v. le considerazioni di N. ABRIANI e G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla CorpTech*, Bologna, 2021, 211 ss.; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell’intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 105 ss.; L. ENRIQUES e A. ZORZI, *Intelligenza artificiale e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, 13 ss., pubblicato anche in *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, N. ABRIANI e R. COSTI (a cura di), Milano, 2023, 183 ss. Sul ruolo dell’intelligenza artificiale nelle dinamiche di governo dell’impresa, si v. poi spec. le considerazioni di A. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, 259 ss., pubblicato anche in *Il diritto nell’era digitale*, R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI e M. PROTO (a cura di), Milano, 2022, 415 ss.; e, per la letteratura straniera, M. PETRIN, *Corporate management in the age of AI*, in *Columbia business law review*, 2019, 965 ss., pubblicato anche in *Artificial intelligence: Law and regulation*, C. KERRIAG (a cura di), Cheltenham, 2022, 57 ss.

genere di polizze, o, quantomeno, l'attenzione delle compagnie assicurative in merito è fenomeno recentissimo²⁸.

Orbene, in tutti quei casi in cui l'assicurato abbia reso dichiarazioni inesatte o sia stato reticente rispetto a rischi ESG e ICT che non coincidono con il rischio primario coperto dalla polizza ma che, nondimeno, possono influenzarlo; in tali casi, si diceva, viene da chiedersi se e, nel caso, come gli artt. 1892 e 1893 c.c. possano operare.

4. *L'istruttoria che precede la stipula della polizza*

All'interrogativo appena proposto si potrebbe rispondere che, qualora l'assicuratore non si sia interessato esplicitamente ai rischi ESG e ICT cui l'assicurato sia eventualmente esposto, ad esempio, chiedendone conto nel questionario consegnato al contraente prima della stipula della polizza, essi siano irrilevanti per il suo consenso e che, quindi, nell'ipotesi in cui si materializzino, i rimedi di cui agli artt. 1892 e 1893 c.c. non siano attivabili. Tale risposta non soddisfa: se, da un lato, è vero che la giurisprudenza attribuisce particolare importanza ai quesiti contenuti nel questionario informativo per individuare le informazioni determinanti per il consenso dell'assicuratore²⁹, dall'altro, però, è anche vero che la stessa giurisprudenza precisa come il

²⁸ Si v. S. IRVIN, S. TUCKER e D. ENGVALL, *AI comes to the board boom in a black box: Are the personal assets of directors at risk in AI-related claims?*, in *Harvard journal of law and technology*, 15 settembre 2023; e D. DAPAAH-AFRIYIE M. FERGUSON e J. GAMMELL, *D&O risks to consider when exploring the new frontier of gen AI*, in *Insurance journal*, 15 aprile 2024.

²⁹ Infatti, «nel contratto di assicurazione, la circostanza che il contraente abbia reso dichiarazioni inesatte, in risposta a domande formulate su questionario predisposto dall'assicuratore, pure non essendo decisiva al fine di stabilire la rilevanza dei fatti sulla formazione del consenso dell'assicurato stesso, ai sensi ed agli effetti di cui agli artt. 1892 e 1893 c.c., è, tuttavia, in proposito significativa, in quanto la predisposizione di quel formulario evidenzia l'intento dell'assicuratore di ammettere importanza a determinati requisiti, e richiama l'attenzione del contraente sull'esigenza di risposte complete e veritiere sui quesiti medesimi». Così, già Cass., 28 gennaio 1979, n. 348, in *Resp. civ. prev.*, 1979, 743 s.; e, similmente, Cass. civ., sez. I, 4 aprile 1991, n. 3501, Cass., 12 agosto 1998, n. 10086 e Cass., 6 giugno 2014, n. 12831, tutte inedd. ma consultabili in *DeJure*. Per la giurisprudenza di merito, si v. spec. App. Milano, sez. IV, 12 luglio 2011, n. 2105, in *Dir. fisc. ass.*, 2011, 1583, con nota di F. ROLLE, *Falsa rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria della società ed annullamento del contratto di assicurazione D&O*, 1584 ss.

questionario non abbia certo la funzione di tipizzare le possibili ragioni di annullamento del contratto o di recesso dell'assicuratore e di esaurire così l'insieme delle circostanze di interesse per quest'ultimo³⁰. In sintesi, l'assicuratore potrà ben dimostrare – ferme le difficoltà in termini di onere della relativa prova – la rilevanza del rischio ESG o ICT del quale è rimasto all'oscuro quand'anche il questionario non vi faccia riferimento alcuno.

Ciò premesso, occorre ricordare che la buona fede, di cui si è scritto al secondo paragrafo e che governa i contratti di assicurazione, opera in un'ottica di reciprocità³¹ e, quindi, non solo ponendo un obbligo

³⁰ In tal senso, si v. Cass., 12 maggio 1999, n. 4682, in *Resp. civ. prev.*, 2000, 344, con nota di R. DIES, *Gli ultimi interventi della Cassazione in tema di dichiarazioni inesatte o reticenti del contraente quali causa di annullamento del contratto di assicurazione a norma dell'art. 1982 c.c.*, 349 ss.; e pubblicata anche in *Danno e resp.*, 1999, 1117, con nota di A. RENDA, *Si muore solo una volta... Ma si può preferire la borsa alla vita?*, 1118 ss.: la Corte, in particolare, ha precisato che «La funzione del questionario è [...] quella di richiamare l'attenzione dell'assicurato su circostanze considerate dall'assicuratore come rilevanti. Si evita così che l'assicurato possa poi addurre, a giustificazione delle dichiarazioni inesatte o della reticenza, una pretesa indifferenza dell'assicuratore alle circostanze in questione e si riducono, al contempo, gli spazi di indeterminatezza delle circostanze alla conoscenza delle quali l'assicuratore abbia interesse [...]. È estranea, invece, a tale funzione quella di "tipizzare" le possibili cause di annullamento del contratto di assicurazione per dichiarazioni inesatte e reticenti con dolo o colpa grave, essendo pur sempre necessaria l'effettiva incidenza sul consenso dell'assicuratore come richiesto dall'art. 1892». Similmente, si v. anche Cass., 13 maggio 2020, n. 8895, massimata in *Resp. civ. prev.*, 2020, 996 e consultabile per esteso in *DeJure*. Per la giurisprudenza di merito, si v. Trib. Monza, 1° dicembre 2004, massimata in *Corr. merito*, 2005, 260 e consultabile per esteso in *DeJure*.

³¹ Al secondo paragrafo e, in particolare, alle note 9 e 10, si è detto che la buona fede che governa i contratti di assicurazione è stata teorizzata nei Paesi di *Common Law* e declinata come obbligo di *uberrima fides* in capo all'assicurando per tutelare la peculiare posizione in cui si trova l'assicuratore. Se ciò da un lato è vero, dall'altro occorre comunque precisare che, nel nostro ordinamento, la clausola di buona fede opera in un'ottica di reciprocità e ciò è stato efficacemente ribadito dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, secondo cui «Il principio di correttezza e buona fede – il quale, secondo la Relazione ministeriale al Codice civile, "richiama nella sfera del creditore la considerazione dell'interesse del debitore e nella sfera del debitore il giusto riguardo all'interesse del creditore" – deve essere inteso in senso oggettivo ed enuncia un dovere di solidarietà, fondato sull'art. 2 Cost., che, operando come un criterio di reciprocità, esplica la sua rilevanza nell'imporre a ciascuna delle parti del

informativo in capo all'assicurando, ma anche impegnando l'assicuratore a fare in modo che la sua controparte sia in grado di adempiervi e, quindi, obbligandolo a predisporre un questionario completo ed idoneo a far comprendere all'assicurando quali siano le informazioni rilevanti³². Di conseguenza, la mancata inclusione nel

rapporto obbligatorio, il dovere di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di quanto espressamente stabilito da singole norme di legge, sicché dalla violazione di tale regola di comportamento può discendere, anche di per sé, un danno risarcibile» (così Cass., Sez. Un., 25 novembre 2008, n. 28056, massimata in *Mass. Giust. civ.*, 2008, 1681, e consultabile per esteso in *De Jure e One Legale*). Peraltro, che la buona fede operi in un'ottica di reciprocità e che, quindi, sia richiesta anche all'assicuratore è ulteriormente confermato dagli stringenti obblighi in materia di informativa precontrattuale posti dal Titolo XIII del Codice delle assicurazioni private a beneficio dell'assicurando, su cui si v. spec. F. LA FATA, *La distribuzione nell'attività dell'impresa di assicurazione: tra regolazione del mercato e disciplina del contratto*, in *Assicurazioni*, 2023, 287 ss.; e G. BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2023, 417 ss. Per un maggiore approfondimento sulle tutele apprestate dal legislatore a favore dell'assicurando, specie a seguito dell'introduzione della direttiva europea 97/2016 (c.d. "Insurance distribution directive"), si v. altresì le riflessioni di P. CORRIAS, *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell'assicurando*, in *Assicurazioni*, 2017, 9 ss.; e S. LANDINI, *Appropriatezza, adeguatezza e meritevolezza dei contratti di assicurazione*, *ivi*, 39 ss.

³² Ed infatti, la giurisprudenza ha condivisibilmente affermato che «Essenziale, al riguardo, è il dovere di cooperazione dell'assicuratore, che, quantunque non in grado, nella normalità dei casi, di conoscere tutte le circostanze concretamente incidenti sulla conformazione del rischio reale, può (e deve), tuttavia, in ossequio alla regola di correttezza, apprestare un quadro di riferimento delle circostanze che intende conoscere, capace, pur nella inevitabile elasticità delle sue linee, di orientare l'altra parte sulle informazioni (riguardanti persone o cose) da dare, comprese quelle che, ancorché non specificamente richieste, a quel quadro, per ragioni di omogeneità, siano, nondimeno, riconducibili e dall'assicurando, perciò, non eludibili senza che ne risulti violato, da parte sua, il principio di buona fede, non potendo egli, in tal caso, addurre, a giustificazione delle proprie omissioni, una pretesa indifferenza dell'assicuratore alla conoscenza delle circostanze non specificate (perché non specificabili)». Così Cass., 20 novembre 1990, n. 11206, in *Giur. it.*, 1991, I-1, 1035 s., con nota di R. WEIGMANN, *L'importanza del questionario per valutare le reticenze dell'assicurato*, 1029 ss.; e, similmente, per la giurisprudenza di merito Trib. Torino, 11 maggio 2000, in *Nuova giur. comm.*, 2002, I, 250, con nota di A. CEA, *Questionario anamnestico, dichiarazioni inesatte e reticenze dell'assicurato*, 251 ss. A riguardo, si v. altresì le considerazioni di S. LANDINI, *Elementi essenziali del contratto di assicurazione*, *cit.*, 470 ss.

questionario di quesiti inerenti ai rischi ESG e ICT potrà rilevare ai fini della determinazione del – minor – grado di colpa in capo all'assicurato che abbia reso dichiarazioni inesatte o sia stato reticente in merito³³ e, quindi, del rimedio applicabile dall'assicuratore, se quello *ex art. 1892 c.c.* o quello *ex art. 1893 c.c.* Così, a titolo esemplificativo, richiamando quanto detto al precedente terzo paragrafo, pare difficile configurare il dolo o la colpa grave del colpetto bianco che abbia stipulato una polizza vita e che sia stato reticente sulle situazioni di particolare stress lavorativo cui è sottoposto, considerato che generalmente egli non è dotato di particolari competenze medico-sanitarie (salvo il caso in cui lavori in tale ambito) e che i questionari, quando prendono in considerazione i rischi connessi all'attività lavorativa, fanno prevalentemente riferimento a lavori di manovalanza anziché ad impieghi d'ufficio³⁴.

Sul tema della colpevolezza dell'assicurato torneremo più approfonditamente al paragrafo seguente. Prima, però, avendo fatto sempre riferimento ai questionari sottoposti all'assicurando, pare opportuno precisare come questi non costituiscano l'unico mezzo attraverso il quale l'assicuratore prende conoscenza dei rischi cui è esposta la propria controparte: al di là delle visite mediche richieste per la stipula di una polizza vita, il pensiero qui va prevalentemente alle polizze danni rivolte alle imprese, in cui l'assicuratore svolge una vera e propria *due diligence* nei confronti della controparte, anche coinvolgendo terzi esperti³⁵. In questi casi, è ovvio che per l'assicuratore sarà particolarmente complesso superare la “presunzione” in forza della quale al non aver indagato sui rischi ESG

³³ Peraltro, se, come si è detto, esiste un obbligo *ex bona fide* in capo all'assicuratore di predisporre un questionario idoneo a far comprendere alla propria controparte le informazioni rilevanti, in astratto la violazione di tale obbligo potrebbe essere contestata dall'assicurato per far valere una eventuale responsabilità risarcitoria dell'assicuratore laddove ne sussistano gli estremi.

³⁴ Si v., ad esempio, il *Modulo di proposta di assicurazione sulla vita* di GENERALI (ed. 10/2024) e il *Contratto di assicurazione temporanea caso morte, malattie gravi e non autosufficienza - Tutta la vita* di AXA (ed. gennaio 2024), entrambi consultabili sui siti *web* delle compagnie proponenti.

³⁵ Ciò è stato ben evidenziato da D. ORTELLI e F. BONOMO, *L'attività assicurativa “sostenibile”*, relazione tenuta il 3 dicembre 2024 all'ottavo incontro della seconda edizione del ciclo di seminari *Gli Orizzonti della Finanza Etica e Sostenibile*, presso l'Università degli Studi di Padova.

o ICT cui è esposto l'assicurato corrisponda un proprio disinteresse a riguardo: così, richiamando l'esempio fatto al paragrafo precedente, sarà difficile contestare dichiarazioni inesatte o reticenze rispetto ai rischi di cui si discute all'impresa che abbia stipulato una polizza reputazionale, laddove la compagnia assicurativa non abbia indagato in maniera approfondita sul punto. Ad ogni modo, va comunque rilevato che, da qualche tempo, le maggiori imprese assicurative hanno iniziato a rivedere profondamente le proprie prassi andando ad includere le tipologie di rischi di cui si discute, quelli ESG in particolare, nel perimetro d'indagine che precede la stipula delle polizze proposte alla clientela o, almeno, di quelle dotate di maggior rilievo economico³⁶.

5. Sulla colpa del contraente

Al paragrafo precedente si è accennato al tema della colpevolezza dell'assicurato che abbia reso dichiarazioni inesatte o sia stato reticente rispetto a rischi ESG e ICT cui sia esposto. Se, da un lato, il comportamento doloso non pone particolari criticità, potendo essere definito come mera coscienza e volontà della reticenza o dell'inesattezza della dichiarazione e della sua rilevanza per l'assicuratore, non essendo necessari gli artifici e i raggiri di cui all'art. 1439 c.c.³⁷. Dall'altro, altrettanto non può dirsi per il comportamento colposo, il quale pone maggiori problemi interpretativi: infatti, con riferimento al tema oggetto della nostra indagine, non è sempre facile

³⁶ A titolo esemplificativo, GENERALI si è dotata di linee guida il cui obiettivo è minimizzare la sottoscrizione di polizze da parte di imprese coinvolte in attività controverse (violazione di diritti umani, inquinamento ambientale, *etc.*): si v. la *Responsible underwriting group guideline* del giugno 2024, consultabile sul sito *web* della società. Lo stesso si dica per UNIPOL: si v. le *Guidelines for life business underwriting business with reference to environmental, social and governance factors* e le *Guidelines for non-life business underwriting with reference to environmental, social and governance factors* del marzo 2024, consultabili sul sito *web* della società.

³⁷ Così, Cass., 25 marzo 1999, n.2815, in *Resp. civ. prev.*, 2000, 347, con nota di R. DIES, *Gli ultimi interventi della Cassazione in tema di dichiarazioni inesatte o reticenti del contraente quali causa di annullamento del contratto di assicurazione a norma dell'art. 1982 c.c.*, 349 ss.: secondo la Corte, gli artifici e raggiri non sono necessari «in quanto la norma già tipicizza il comportamento viziante il consenso dell'assicuratore, nella sola dichiarazione inesatta o reticente da parte dell'assicurato (in buona sostanza tipicizza il raggio)». Nello stesso senso, si v. anche Cass., 28 gennaio 1979, n. 348, cit., 744.

delineare il confine tra la colpa grave e la colpa lieve, e ciò al fine di individuare il rimedio applicabile, se quello di cui all'art. 1892 c.c. o quello di cui all'art. 1893 c.c.

Orbene, sul punto, la giurisprudenza è costante nell'affermare che, per avere colpa grave, occorre che «la dichiarazione inesatta o reticente sia frutto di una grave negligenza»³⁸, da valutare attraverso un giudizio prognostico, non *ex post*³⁹. È quindi alla diligenza dell'assicurando che occorre guardare per comprendere se questi abbia agito con colpa grave o meno: ovviamente, non è immediatamente chiaro individuare il tipo di diligenza richiesta ma se, come si è detto, ad essere violato è un obbligo precontrattuale, allora si dovrà fare riferimento a quella del buon padre di famiglia di cui all'art. 1176, primo comma, c.c.⁴⁰. Figura, quest'ultima, che non si esaurisce nel c.d. "uomo medio" ma che coincide con il «modello di cittadino avveduto che vive in un determinato ambiente economico-sociale, secondo i tempi, le abitudini, i rapporti economici e il clima storico-politico, e che risponde perciò ad un concetto deontologico, derivante dalla coscienza sociale»⁴¹. O meglio, volendo dare un più certo contenuto a questa "coscienza sociale", dai precetti costituzionali e dai principi ispiratori dell'ordinamento⁴².

³⁸ Così, Cass., 18 luglio 2023, n. 20997, Cass., 10 giugno 2015, n. 12086 e Cass., 19 dicembre 2008, n. 29894, tutte inedd. ma consultabili in *DeJure*; nonché Cass., 4 marzo 2023, n. 3165, in *Giust. civ.*, 2004, I, 2841.

³⁹ Così, Cass., 18 luglio 2023, n. 20997, cit.

⁴⁰ Diversamente, all'impresa assicurativa, nel corso delle trattative, sarà richiesta la diligenza qualificata di cui al secondo comma dell'art. 1176 c.c.

⁴¹ Così A. DI MAJO, *op. cit.*, 418, riprendendo le parole di Cass., 11 gennaio 1951, n. 49. All'uomo medio o, più precisamente, al canone della "normalità" fa invece riferimento C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. IV, Milano, 1990, 91, ma tale approccio non pare condivisibile posto che – in astratto – può legittimare uno svilimento della diligenza stessa laddove la mediocrità divenga normalità e l'uomo medio sia quindi inquadrabile nell'uomo mediocre (esemplificativo di quanto detto è il fatto che il concetto di "uomo medio" è oggi spesso impiegato in senso dispregiativo o, comunque, ironico). Per ulteriori riflessioni sulla diligenza del buon padre di famiglia, si v. anche S. RODOTÀ, voce «Diligenza (*dir. civ.*)», in *Enc. Dir.*, vol. XII, 1964, 544 ss.; e, più recentemente, G. SICCHIERO, *Dell'adempimento. Artt. 1176-1179*, in *Comm. c.c. Schlesinger*, Milano, 2016, 4 ss.

⁴² In questi termini, A. DI MAJO, *op. cit.*, 417 s.; e, più recentemente, G. SICCHIERO, *Dell'adempimento. Artt. 1176-1179*, cit., 9. L'interpretazione delle

Ciò premesso, e considerata la crescente attenzione che l'attuale contesto economico-sociale e l'ordinamento pongono verso la sostenibilità ambientale e sociale, le nuove tecnologie e i rischi ad esse connessi; ciò considerato, si potrebbe affermare che la sensibilità verso questi temi richiama a chi chiedi la stipula di una determinata polizza sia particolarmente elevata⁴³. Quanto detto vale ancor di più laddove l'assicurando sia un'impresa⁴⁴, dal momento che l'ordinamento sembra intenzionato a farne il veicolo per perseguire obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale: il riferimento è alla direttiva europea 1760/2024

clausole generali – quale è quella di diligenza – attraverso i precetti costituzionali e i principi ispiratori dell'ordinamento pare la soluzione migliore per superare le problematiche di incertezza giuridica ad esse connesse e quelle relative al mutamento, anche *in peius*, della “coscienza sociale”: in questi termini, ma con riferimento alla clausola del buon costume, si v. G.B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970, 269 s. Sul problema dell'interpretazione delle clausole generali nell'ordinamento (quello economico in particolare), si v., più recentemente, F. SARTORI e M. RABITTI, *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, in *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, R. LENER, A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI e F. SARTORI (a cura di), Torino, 2024, XI ss., oltre agli altri saggi *ivi* raccolti.

⁴³ Se, come si è detto alla nota precedente, la diligenza dell'uomo medio va letta alla luce dei precetti costituzionali e dei principi ispiratori dell'ordinamento, non si può negare una necessaria attenzione verso le tematiche ambientali e sociali, ribadita dall'art. 3 del Trattato sull'Unione europea e dalla recente riforma degli artt. 9 e 41 Cost, su cui F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale dell'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 1 ss. e spec. 11 ss.; 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 *Analisi giur. econ.*, 2022, 63 ss.; e G. LEMME, *Libertà di iniziativa economica e diritti delle generazioni future*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), Padova, 2021, 331 ss. In arg., si v. altresì spec. le riflessioni di G. ROMAGNOLI, *Trasparenza e finanza sostenibile. Il “ruolo” delle Autorità di controllo*, in *Assicurazioni*, 2024, 56 ss.

⁴⁴ Non è questa la sede per approfondire il punto, ma sembra condivisibile la tesi proposta da G. D'AMICO, voce «Negligenza», in *Digesto / civ.*, vol. XII, Torino, 1995, 42, secondo cui quella del buon padre di famiglia «non è una figura unitaria ma una pluralità di “figure-tipo” distinguibili prevalentemente (se pur non esclusivamente) in relazione all'attività svolta, con l'avvertenza [...] che è possibile poi ulteriormente individuare, all'interno di uno stesso genere di attività, sotto-tipi di “figure modello” cui corrispondono a loro volta una pluralità di tipi di diligenza». In questi termini, è quindi possibile differenziare il tipo di diligenza richiesta ad un'impresa da quella richiesta ad una persona fisica qualora entrambe si trovino nella posizione di contraente di una polizza assicurativa.

(la c.d. “*Corporate sustainability due diligence directive*”), che mira ad instaurare un quadro normativo sugli obblighi e le relative responsabilità delle imprese rispetto agli impatti negativi sull’ambiente e sui diritti umani connessi alla propria attività, coinvolgendo non solo le imprese di maggiori dimensioni, destinatarie dirette della proposta, ma l’intera catena di valore connessa alla loro attività⁴⁵.

Ma un discorso analogo vale anche per quel che concerne i rischi ICT, e ciò in ragione della recente entrata in vigore del regolamento europeo 2554/2022 (il c.d. “*Digital operational resilience act*”), che crea obblighi uniformi in relazione alla sicurezza dei sistemi informatici e di rete che sostengono i processi commerciali delle imprese finanziarie: orbene, è vero che il regolamento si applica solamente a questo tipo di imprese ma, nondimeno, esso pare costituire un buon modello anche per quelle comuni, che, va ricordato, non sono certo esentate dall’identificare e monitorare i rischi ICT cui sono esposte. E ciò in ragione dell’art. 2086 c.c., che impegna ogni impresa ad istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla propria natura e dimensioni, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale (infatti,

⁴⁵ Sia consentito qui accennare solamente ad una direttiva, che, invero, ha suscitato un ampio dibattito non solo politico-legislativo ma anche dottrinale: a riguardo, si v. M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss.; G.D. MOSCO e R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *An. giur. econ.*, 2022, 185 ss.; M. RABITTI, *Due diligence sulla sostenibilità e digitalizzazione della catena del valore: l’apporto di blockchain e smart contracts*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 166 ss.; P. ŠKVAŘILOVÁ-PELZL e A. ADAMS, *The duty of due diligence: A European race to corporate responsibility and sustainability?*, in *Eu. bus. l. rev.*, 2023, 193 ss.; R. IBBA, *L’introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla corporate sustainability due diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 433 ss.; M. VENTORUZZO, *Uno sguardo d’insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 447 ss.; nonché G. PANETTA, *Alcune riflessioni a margine della Corporate Sustainability Due Diligence Directive*; e M. SANCES, *L’evoluzione della sustainability due diligence: dal rischio alla creazione di valore*, entrambi in *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori, e operatori nella “galassia” ESG*, F. RIGANTI (a cura di), Torino, 2024, 99 ss. Sul tema della sostenibilità dell’impresa, si v. altresì le riflessioni di F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 1 ss.

i rischi ICT, ma lo stesso può dirsi per quelli ESG sono potenziali *driver* di crisi)⁴⁶.

In sintesi, ad una prima impressione, sembra che l'asticella della diligenza richiesta all'assicurando nella descrizione dei rischi ESG e ICT cui è esposto debba essere alzata. E ciò, almeno nell'ipotesi in cui esso sia un'impresa, specie se di grandi dimensioni (ma lo stesso vale, richiamando l'esempio delle polizze D&O di cui al terzo paragrafo, per il caso in cui l'assicurando sia un esponente aziendale). Queste conclusioni, tuttavia, vanno necessariamente bilanciate con la presa d'atto che la rilevazione e la conoscenza dei rischi di cui si discute è spesso particolarmente complessa e può travalicare il confine della diligenza che può essere ragionevolmente richiesta all'assicurando⁴⁷, con la conseguenza che il giudizio sulla sua colpevolezza – il quale, come detto, è un giudizio prognostico – dovrà tenere in debito conto tale difficoltà. Al paragrafo precedente, ad esempio, è stato ripreso l'esempio della polizza vita contratta da un colletto bianco e si è detto che pare difficile ravvisare una sua colpa grave nell'ipotesi in cui, non essendo stato interrogato sul punto, taccia sullo stress cui è sottoposto quotidianamente. Difficilmente, infatti, egli avrà le competenze (specialistiche) per identificare il rischio sociale cui è esposto come *driver* per il rischio alla propria salute.

Con specifico riferimento alle polizze contratte dalle imprese, alle riflessioni appena proposte va aggiunto che l'adeguamento dei rispettivi

⁴⁶ In tal senso, si v. anche G. SCHNEIDER, *IA, rischi d'impresa e le mancate risposte del diritto: ... DORA per tutti?*, in *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, N. ABRIANI e R. COSTI (a cura di), cit., 145, secondo cui il modello offerto dal *Digital operational resilience act* pare «degno di essere proiettato sul piano della disciplina generale di diritto d'impresa». Sul regolamento citato, si v. altresì D. CLAUSMEIER, *Regulation of the European Parliament and the Council on digital operational resilience for the financial sector (DORA)*, in *International cybersecurity law review*, 2023, 79 ss.; C. SANDEI, *Intelligenza artificiale e Diritto dei mercati finanziari: responsabilità e informazione. Riflessioni a margine di alcuni recenti provvedimenti*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, L. AMMANNATI e A. CANEPA (a cura di), Torino, 2023, 123 ss.; I. GIRARDI, *Il Regolamento sulla resilienza operativa digitale ("DORA"): obiettivi, disciplina e alcune sfide aperte*, in *Quaderni AMF Italia*, n. 2, 2024, 18 ss.; e N. MICHIELI, *Cybersecurity e gestione del rischio ICT: l'impatto sulla corporate governance*, in *Banca impr. soc.*, 2024, 252 ss.

⁴⁷ Sul tema della prevedibilità dei rischi in generale, si v. le considerazioni di M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, 1 ss.

assetti amministrativi, organizzativi e contabili alla pronta individuazione e mitigazione dei rischi ESG e ICT è un percorso progressivo oltre che particolarmente costoso, sicché, allo stato attuale, sembra confermata l'idea che sia comunque necessario un certo margine di tolleranza nella valutazione della colpa rispetto a dichiarazioni inesatte o reticenze in merito ai rischi di cui si discute, specie se si tratta di una piccola o media impresa⁴⁸. Peraltro, richiamando quanto detto in precedenza sul fatto che la buona fede che anima i contratti di assicurazione opera in chiave di reciprocità⁴⁹ e considerato altresì che le imprese finanziarie, incluse quelle assicurative⁵⁰, sono state elette dall'ordinamento come propria *longa manus* per veicolare nel mercato una maggiore attenzione verso le tematiche della sostenibilità e i rischi informatici⁵¹; le imprese finanziarie, si diceva, in quanto dotate di maggiori competenze in

⁴⁸ Sul punto, si v. spec. M. DE POLI, *Trasparenza e informativa nelle assicurazioni*, cit., 19 s.

⁴⁹ Si v. *supra* nt. 31.

⁵⁰ Il ruolo centrale delle imprese assicurative, specialmente nella transizione sostenibile, è stato ben evidenziato da F. LA FATA, *L'evoluzione ESG della distribuzione assicurativa*, relazione tenuta il 3 dicembre 2024 all'ottavo incontro della seconda edizione del ciclo di seminari *Gli Orizzonti della Finanza Etica e Sostenibile*, presso l'Università degli Studi di Padova. In arg., si v. anche D. CERINI, *From "green" to "blue": l'assicurazione tra sostenibilità e regole del mercato*, in *Assicurazioni*, 2022, 9 ss.; S. LANDINI, *ESG, green finance, assicurazioni e previdenza complementare*, in *Corp. gov.*, 2022, 221 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, cit., 145 ss.; e S. CAVALIERE, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nell'attuazione dei principi ESG: stato dell'arte e opportunità*, in *Assicurazioni*, 2023, 673 ss. Sul tema, si v. poi le recenti riflessioni di G. BERTI DE MARINIS, *Sostenibilità e costruzione dei prodotti assicurativi*, e A. CAMEDDA, *Consulenza sui prodotti di investimento assicurativi ed interessi connessi alla sostenibilità*, entrambi in *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori, e operatori nella "galassia" ESG*, F. RIGANTI (a cura di), cit., 247 ss.

⁵¹ Questo a tacer del fatto che, indipendentemente da uno specifico intervento legislativo su questo genere di rischi, le imprese finanziarie, incluse quelle assicurative, dovrebbero essere in ogni caso sensibili alla loro identificazione e mitigazione in virtù del più generale principio della sana e prudente gestione, sul quale si 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. e spec. 152 ss.; e M. DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, R. LENER, A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI e F. SARTORI (a cura di), cit., 57 ss.

materia rispetto alle imprese comuni, dovranno necessariamente farsi parte attiva del processo istruttorio mettendo le proprie controparti nelle condizioni di comprendere l'importanza dei rischi ESG e ICT, di modo che queste ultime possano attivarsi per rilevarli e comunicarli⁵². Ed invero, a conferma di quanto detto, le linee guida in materia di *underwriting* adottate dalle maggiori compagnie del settore sembrano orientate in tal senso⁵³.

6. Conclusioni

A conclusione di queste riflessioni possiamo affermare che il sistema di tutele apprestato dagli artt. 1892 e 1893 c.c. può ancora operare efficacemente con riferimento alle tipologie di rischio esaminate. I maggiori problemi interpretativi sorgono con riferimento allo sforzo richiesto all'assicurando non soltanto nell'informare la propria controparte sui rischi ESG e ICT cui è esposto, ma ancor prima nell'individuarli e nel comprendere la rilevanza che essi hanno per l'assicuratore. In sintesi, come si è visto, è problematico capire quale sia il suo grado di colpa nell'aver reso dichiarazioni inesatte o essere stato reticente a riguardo. Se, da un lato, la crescente attenzione dell'ordinamento e del mercato verso i temi della sostenibilità e dei rischi informatici porta a ritenere che l'assicurando dovrà porvi particolare attenzione; dall'altro, la novità di tali tematiche e le difficoltà nell'identificare i relativi rischi, portano a ritenere necessario un certo margine di tolleranza nel valutare la colpa dell'assicurato rispetto alle inesattezze e alle reticenze in materia, lasciando – in astratto e ferme le peculiarità di ciascun caso specifico – maggiore margine applicativo alla tutela di cui all'art. 1893 c.c. che a quella di cui all'art. 1892 c.c.

⁵² Peraltro, come detto *supra* nt. 40, quest'obbligo di cooperazione in capo all'impresa assicurativa andrà adempiuto con la diligenza qualificata di cui al secondo comma dell'art. 1176 c.c.

⁵³ Richiamando ancora la *Responsible underwriting group guideline* di GENERALI di cui si è detto *Supra* nt. 36, qui leggiamo che obiettivo della compagnia assicurativa è «to work together with companies / clients and business partners to raise awareness on the careful management of ESG factors, manage the related risks and develop solutions» (l'enfasi è di chi scrive).

Addebito diretto e riallocazione convenzionale del rischio tipico dell'attività d'impresa

SOMMARIO: 1. Riallocazione convenzionale dei rischi tipici dell'attività d'impresa ed esigenze di tutela – 2. Addebito diretto e tratto tipologico connotativo – 3. (*Segue:*) le varianti operative *Core* e *B2B* predisposte dagli *Scheme Rulebooks* – 4. Rischio tipico dell'addebito versione *Core* e correlativo regime legale del diritto al rimborso – 5. – Clausole diffuse nella prassi operativa e riduzione convenzionale del diritto al rimborso – 6. Tra i rimedi individuali: la nullità parziale del contratto con regime legale sostitutivo – 7. Tra i rimedi collettivi: azione inibitoria *ex art. 840-sexiesdecies* c.p.c. e tutela amministrativa *ex art. 27* cod. cons. – 8. Valutazione di adeguatezza: il diverso grado di tutela offerto dai rimedi disponibili – 9. Valutazione di effettività: il necessario contributo dell'Autorità di vigilanza del settore

1. Riallocazione convenzionale dei rischi tipici dell'attività d'impresa ed esigenze di tutela

Negli ultimi anni il sistema finanziario è stato chiamato a confrontarsi, in misura forse maggiore rispetto a qualsiasi altro, con i più recenti e radicali mutamenti politici, economici e sociali. Le nuove tecnologie digitali, l'intelligenza artificiale, le politiche sul cambiamento climatico, e quelle sui diritti civili, legate a spinte crescenti verso assetti più inclusivi e sostenibili, hanno chiesto e continuano a richiedere il ripensamento dei paradigmi regolatori acquisiti in ragione dell'emersione di rischi «nuovi»: per la società, per le imprese e per i clienti destinatari dei prodotti.

Ciò posto, la gestione e la regolazione di queste grandi novità e dei problemi relativi si accompagnano, tuttavia, alla permanenza dei rischi tradizionali e interni al contesto del comparto finanziario, che ineriscono alle articolazioni basiche ed essenziali che vengono a dare forma e struttura alle relazioni nel mercato.

Da quest'angolo visuale, non è un caso che continui ad assumere un'importanza centrale nei discorsi «impostativi» della materia la considerazione della dinamica di contrattazione propria delle imprese del settore, che – come noto – si attua attraverso la predisposizione

unilaterale del prodotto-contratto collocato sul mercato¹. Lungi infatti dal rappresentare un mero dato materiale, espressivo di una semplice forma di organizzazione dell'offerta, la possibilità di «precostruzione» del contratto conferisce un «potere normativo» in capo all'impresa, idoneo esso stesso a conformare e orientare il mercato².

Fissata questa prospettiva, si può allora osservare come tale dinamica, rispondente in sé a una logica di razionalizzazione dei modi di svolgimento dell'attività economica (: gestione uniforme dei rapporti) e dei costi relativi, continui a rivelare delle «tendenze distorsive», in potenziale pregiudizio di coloro che godono dei beni o servizi che l'impresa offre, degli altri attori del mercato e, da un punto di vista più ampio e generale, del corretto funzionamento del meccanismo concorrenziale³.

Tra queste «tendenze distorsive», che possono assumere diversi e molteplici lineamenti, si intende qui concentrare l'attenzione attorno a una fattispecie-tipo particolare e circoscritta, quella cioè costituita dalle ipotesi in cui l'impresa per via contrattuale vada a (re)distribuire il rischio insito nello svolgimento della propria attività, e i costi relativi, sulla clientela, e lo faccia nonostante una precisa disposizione di legge allochi il predetto rischio, e i costi relativi, sulla medesima⁴.

¹ Cfr., per tutti, A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 4 e *passim*.

² Cfr. P. BARCELLONA, *Diritto privato e società moderna*, Napoli, 2006, 40 ss. Una ripresa del tema in tempi più recenti in A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Rimedi e tutele del consumatore*, in *Riv. dir. comm.*, Suppl. “La rivista del diritto commerciale e la cultura giuridica – 120 anni”, 2024, 161 ss.

Occorre precisare che all'interno del presente lavoro il mercato è assunto come *locus artificialis*, costituito e governato da regole giuridiche. Per tutti, v. N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, in particolare 12 e ss., ove l'osservazione secondo cui «la decisione legislativa circa la capacità dei soggetti e la commercialità dei beni e le modalità dell'accordo e i diritti e obblighi delle parti, esprimendosi in un insieme di regole, dà forma alla relazione di scambio nel mercato tolto in esame. Quella relazione non è a-storica ed a-giuridica, non preesiste al diritto, ma esiste soltanto nel suo proprio statuto, nel suo prendere forma da certe regole, e non da altre» (corsivo aggiunto).

³ Nei termini riferiti, già A. DI MAJO, *Il controllo giudiziale delle condizioni generali di contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, I, 196.

⁴ Cfr. U. MALVAGNA, *Clausola di riaddebito e servizi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018, 10 e *passim* che, nel contesto di uno studio

In sostanza, si tratta di una particolare ipotesi di violazione di legge, che tuttavia si distingue dalle altre possibili per il suo inerire e incidere in via diretta sulla conformazione interna del prodotto d'impresa.

Tale ultima osservazione, giustificando l'autonoma considerazione di una simile casistica, viene al contempo a interrogare lo studioso della materia, con maggiori serietà e urgenza rispetto ad altri contesti, circa l'adeguatezza e l'effettività delle strutture rimediali che il sistema rende disponibili per correggere la dinamica descritta.

Sul piano dell'adeguatezza, il quesito si declina nel valutare se queste strutture siano coerenti rispetto alla tutela degli interessi protetti, e i relativi effetti aderiscano e siano congruenti alla conformazione delle violazioni di legge poste in essere. Sul piano dell'effettività, si articola nel verificare se simili strumenti garantiscano in concreto la tempestiva rilevazione dei prodotti «viziati» e la loro «espulsione» dal sistema.

Per comprendere quanto appena segnalato, in particolare la duplice dimensione appena riferita, può essere utile approfondire un caso relativo al contesto dei servizi di pagamento e, precisamente, ad alcune clausole diffuse nella prassi operativa volte a disciplinare il diritto al rimborso del cliente nell'operazione di addebito diretto.

Per una migliore conduzione del discorso, il prosieguo del lavoro verrà svolto per gradi. Nella prima parte si procederà anzitutto a una preliminare ricostruzione dello schema negoziale attraverso cui si attua il servizio di addebito diretto, con segnato riguardo al tratto tipologico connotativo e alla funzione assolta dalla regola del rimborso all'interno dell'architettura dell'operazione (parr. 2-4); a seguito del riscontro di una prassi d'impresa divergente da quanto disposto dalla normativa in materia (par. 5), nella seconda parte si andranno a individuare le strutture rimediali disponibili a beneficio dei clienti e del mercato (parr. 6-7), per valutarne in primo luogo l'adeguatezza (par. 8) e, in un secondo momento, l'effettività (par. 9).

dedicato alle clausole di c.d. *charge-back*, si interroga sul problema delle «condizioni di allocazione mediante esternalizzazione del rischio di impresa operata nel contratto qualificativo d'impresa».

2. Addebito diretto e tratto tipologico connotativo

L'addebito diretto (secondo il linguaggio del legislatore europeo: *Direct Debit*) costituisce uno tra i servizi di pagamento meno esplorati dalla letteratura domestica⁵, nonché di minore frequentazione in sede giurisprudenziale⁶.

Nonostante gli scarsi riscontri, costituisce tuttavia uno tra quelli in corso di più ampia diffusione nella prassi operativa. Con sempre maggiore frequenza viene a essere utilizzato quale modalità di adempimento di obbligazioni pecuniarie di tratto ricorrente e periodico (dalle bollette dei contratti di fornitura, per arrivare alle rate del mutuo e ai premi assicurativi). Come si analizzerà nell'immediato prosieguo, infatti, la struttura dell'operazione, per quanto non incompatibile con l'esecuzione di pagamenti solitari (c.d. *one-off*), è tale in sé da prestarsi con maggiore utilità e efficienza in dinamiche di pagamento cicliche e ripetitive (c.d. *recurrent*). Consente infatti al debitore di evitare ritardi negli adempimenti, e al creditore di acquisire certezza circa le tempistiche dei diversi incassi.

L'insieme di questi rilievi giustifica la particolare attenzione del legislatore comunitario, che – a differenza di quanto accade per la quasi totalità degli altri strumenti – ha dedicato a questo servizio una pluralità di interventi: una prima definizione normativa, accompagnata da alcune norme di tratto disciplinare, nell'ambito delle direttive in materia di servizi di pagamento [dir. 64/2007/CE (c.d. PSD1), sostituita poi dalla dir. 2366/2015/UE (c.d. PSD2)]; e una seconda, accompagnata da regole di natura tecnica e commerciale, all'interno di un successivo regolamento (reg. 260/2012/CE).

Secondo quanto definito dall'art. 1, comma 1, let. v), del d.lgs. n. 11 del 2010 (di recepimento nell'ordinamento interno delle riferite

⁵ Per un riferimento a lavori specifici sul tema v. la monografia di G. B. BARILLÀ, *L'addebito diretto*, Milano, 2014. Altresì, pur nel contesto di uno studio di più ampio respiro, cfr. V. DE STASIO, *Ordine di pagamento non autorizzato e restituzione della moneta*, Milano, 2016, 145 ss. e *passim*. Occorre segnalare come entrambi gli studi – in ragione dell'origine storica dell'istituto nel *Lastschrift* tedesco – conducano le analisi ricostruttive in chiave prevalentemente comparatistica, eleggendo quali punti di confronto privilegiati letteratura e prassi straniere.

⁶ A quanto consta, sotto questo profilo, risultano unicamente poche decisioni assunte dall'Arbitro Bancario e Finanziario delle quali si darà conto nel corso dei paragrafi.

direttive comunitarie) si tratta del servizio «per l'addebito del conto di pagamento di un pagatore in base al quale un'operazione di pagamento è *disposta dal beneficiario*, in conformità al consenso dato dal pagatore al beneficiario, al prestatore di servizi di pagamento del beneficiario o al prestatore di servizi di pagamento del medesimo»⁷.

A un livello di prima approssimazione e fermando l'attenzione sul nucleo essenziale della disposizione, si può dire che l'addebito diretto realizza un servizio in virtù del quale l'*accipiens* di un pagamento, sulla base di una preventiva manifestazione di consenso del *solvens*, procede a richiedere al prestatore di servizi (di seguito PSP) di quest'ultimo l'incasso di una somma di denaro in ragione di un preesistente rapporto obbligatorio.

Risulta di immediata evidenza, già da questo primo riferimento, il tratto caratterizzante una simile operazione, che viene ad appuntarsi precisamente sulla disposizione dell'ordine di pagamento da parte del beneficiario dello stesso⁸. Diversamente da quanto accade per la quasi totalità degli altri servizi (il raffronto più immediato si pone con il bonifico), la «filiera» attraverso cui si articola il trasferimento dei fondi prende avvio in questo contesto da un impulso emesso dal creditore e non già, secondo la direzione abituale dell'ordine di pagamento – che a sua volta riflette il verso tipico dell'atto di adempimento delle obbligazioni pecuniarie –, dal debitore. Sul piano dello svolgimento materiale dell'operazione, è infatti il beneficiario a trasmettere l'ordine di pagamento al PSP del pagatore, il quale, nell'eseguirlo, addebita il

⁷ Un'ulteriore definizione, di taglio più sintetico, è contenuta nell'art. 2, comma 1, reg. 260/2012/CE, secondo cui si tratta di un «servizio di pagamento nazionale o transfrontaliero per l'addebito di un conto di pagamento del pagatore in cui l'operazione di pagamento è iniziata dal beneficiario in base al consenso del pagatore».

⁸ Risulta in uso la distinzione, derivante dall'impostazione della letteratura tedesca, tra addebito «su iniziativa del beneficiario» e addebito «su iniziativa del debitore» (cfr. G. B. BARILLÀ, *op. cit.*, 12 ss.; ripreso da F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020, 77 ss.). Nel presente lavoro si è deciso tuttavia di percorrere una diversa via ricostruttiva. Come si avrà modo di analizzare nel corso del paragrafo, l'operazione risulta infatti *tipologicamente* caratterizzata, in entrambe le varianti in cui viene a realizzarsi (: *Core* e *B2B*), dall'avvio dell'operazione da parte del beneficiario. L'accento della distinzione cade, non tanto in punto di imputazione soggettiva dell'atto di iniziativa della procedura, quanto piuttosto sulla presenza o assenza di una specifica ed espressa autorizzazione al pagamento da parte del debitore nei confronti del proprio PSP.

conto in misura corrispondente all'importo contenuto nella richiesta di incasso.

Come è stato correttamente osservato, si realizza nel contesto di questa operazione una «scissione soggettiva» tale per cui l'ordine di pagamento costituisce un negozio giuridico imputabile a un soggetto diverso (: beneficiario-creditore) da quello che manifesta il consenso all'addebito (: pagatore-debitore)⁹.

Ciò posto, oltre alla definizione riferita, mancano ulteriori disposizioni che vengano a dare corpo in via analitica ai profili strutturali di questa operazione¹⁰.

Anzitutto, non trovano apposita disciplina le quattro relazioni contrattuali che vi sono implicate. Da quest'angolo visuale, infatti, il trasferimento dei fondi presuppone, oltre al rapporto sottostante tra debitore e creditore, la sussistenza di altre relazioni: tra il debitore-pagatore e il proprio PSP, presso cui è collocato il conto di pagamento e che darà corso agli addebiti; tra il creditore-beneficiario e il proprio PSP, presso cui si radica il conto da accreditare e che procederà all'incasso delle somme; e infine il rapporto corrente tra i due prestatori nell'ambito delle relazioni interbancarie¹¹.

⁹ Cfr. V. DE STASIO, *op. cit.*, 147.

Tale dissociazione è fatta oggetto di un'apposita previsione normativa. All'art. 1, comma 1, let. o), d.lgs. n. 11 del 2010, il legislatore, nel definire la nozione di ordine di pagamento, ha previsto che questo possa essere emesso «da un pagatore o da un beneficiario al proprio prestatore di servizi di pagamento». La dinamica «normale» – impulso del debitore – e quella «invertita» – impulso del creditore – sono dunque accomunate e ricomprese all'interno della medesima definizione. Tale scelta è stata tuttavia correttamente criticata dagli studiosi della materia, che hanno posto in luce come una simile impostazione impedisca di cogliere le specificità che accompagnano le due diverse forme, specie per l'ipotesi in cui il pagamento sia avviato dal beneficiario (cfr. A. SANTORO, *sub art. 1, comma 1*, in *La nuova disciplina dei servizi di pagamento. Commentario al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11*, M. Mancini - M. Rispoli Farina - V. Santoro - A. Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), Torino, 2011, 18). A tale proposito, in relazione a quest'ultima, pare più corretto discorrere di «ordine di incasso».

¹⁰ Ciò discende, come noto, dall'impostazione regolatoria adottata delle direttive comunitarie in materia che, sin dalle origini, hanno dettato una normativa di impianto prevalentemente trasversale, rinunciando a una disciplina analitica e di dettaglio delle singole operazioni.

¹¹ Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997, 12 e *passim*, riguardo alla strutturazione normalmente quadrilatera delle operazioni di trasferimento bancario di fondi.

In secondo luogo, a un livello di maggior dettaglio, la legge non si (pre)occupa di precisare con sufficiente grado di chiarezza *la forma* che debba assumere la manifestazione di consenso del pagatore nei confronti del proprio PSP, tratto dell'operazione necessario ai fini della valida esecuzione del pagamento da parte di quest'ultimo e del relativo conteggio sul conto del cliente.

Se infatti non paiono esservi dubbi sulla necessaria preesistenza «a monte» di un contratto-quadro tra i due, volto ad abilitare il conto alla ricezione di futuri ordini di incasso emessi da soggetti terzi, le incertezze iniziano a sorgere non appena si tenti di individuare la modalità tecnica attraverso cui il debitore debba autorizzare il proprio PSP a dare corso allo *specifico* addebito, nei confronti dello *specifico* creditore.

Uno sguardo analitico ai corpi normativi di riferimento e alle definizioni ivi contenute aiuta a chiarire i termini dell'incertezza.

Da un lato si pone il d.lgs. n. 11 del 2010, che, nel dettare la definizione di addebito diretto, richiede che il consenso del debitore debba essere manifestato, oltre che al beneficiario, anche al proprio PSP (*supra*, art. 1, comma 1, let. v); questo primo riferimento sembrerebbe orientare l'interprete a ritenere che, analogamente a quanto avviene nel rapporto con il beneficiario, il debitore debba conferire anche al proprio prestatore un incarico in via *diretta* ed *espresa*.

Dall'altro lato si pone tuttavia il regolamento già riferito, che apre all'esistenza di un'alternativa diversa. Il legislatore definisce infatti la nozione di «mandato» come «l'espressione del consenso e dell'autorizzazione prestati del pagatore al beneficiario e (direttamente o *indirettamente tramite il beneficiario*) al PSP del pagatore» (art. 2, comma 1, n. 21, reg. 260/2012/CE). Si viene in questo modo a configurare la possibilità che l'incarico possa essere prestato dal pagatore anche in via *mediata* e *implicita*.

3. (Segue:) *le varianti operative Core e B2B predisposte dagli Scheme Rulebooks*

Ciò posto e rilevata questa parziale disarmonia tra i due corpi di legge, è possibile recuperare linee di maggiore e più sicuro orientamento, in relazione a entrambi i profili appena riferiti, attraverso l'analisi dagli *Scheme Rulebooks* predisposti dall'*European Payments*

*Council (EPC)*¹² che, nel dare attuazione e concreta articolazione alla normativa, dettano due schemi operativi ai prestatori di servizi di pagamento aderenti all'associazione europea, allo scopo di rendere omogenea la struttura dell'operazione all'interno della *Single Euro Payments Area (SEPA)*¹³.

Nel concentrare il proprio intervento sulla ricostruzione dei tre rapporti che coinvolgono i prestatori del servizio (: debitore-PSP, creditore-PSP, PSP-PSP)¹⁴, il Consiglio ha modellato due distinte varianti di addebito diretto, a seconda che il soggetto pagatore sia un «non consumatore» (c.d. *Sepa Direct Debit Business to Business*) ovvero un consumatore (c.d. *Sepa Direct Debit Core*)¹⁵.

¹² Gli *Scheme Rulebooks* costituiscono dei contratti che anzitutto obbligano i prestatori del servizio all'adozione delle regole tecniche ivi contenute; in via ulteriore, regolano i rapporti reciproci tra i partecipanti e la gestione di eventuali inadempimenti. In argomento v. F. MAIMERI, *I Rulebooks della Sepa: natura e funzioni*, in *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni – Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, Dicembre 2008, 121 ss. Sulla possibile rilevanza esterna di queste regole e, dunque, sulla legittimazione dell'utente finale del servizio a invocarne la violazione, v. A. SCIARRONE ALIBRANDI-E. DELLAROSA, sub art. 25, in *La nuova disciplina dei servizi di pagamento. Commentario al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11*, M. Mancini - M. Rispoli Farina - V. Santoro – A. Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), Torino, 2011, 254-255. Secondo le autrici le regole contenute in questi schemi formano delle *best practices*, potendo così costituire un «parametro di diligenza, buona fede e professionalità con cui giudicare il comportamento del prestatore inadempiente».

¹³ Cfr. per una ricostruzione dell'origine e dell'evoluzione storica del progetto del mercato unico dei pagamenti O. TROIANO, *La disciplina uniforme dei servizi di pagamento: aspetti critici e proposte ricostruttive*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, M. Rispoli Farina - V. Santoro - A. Sciarrone Alibrandi - O. Troiano (a cura di), Milano, 2009, 9 ss.

¹⁴ In linea con l'impostazione delle direttive europee, questi schemi operativi concentrano la loro attenzione sulla ricostruzione dei rapporti che coinvolgono i diversi prestatori del servizio di pagamento, escludendo espressamente dal perimetro di intervento il rapporto «sostanziale» tra debitore e creditore. La logica sottesa all'intervento regolatorio, tanto più in questo contesto di standardizzazione tecnica, è orientata a predisporre un'infrastruttura comune, efficiente, sicura e rapida per il trasferimento dei fondi all'interno dell'Unione Europea.

¹⁵ Le regole tecniche introducono, dunque, un'ulteriore caratterizzazione soggettiva nell'ambito di questa operazione. A quella di «utente del servizio di pagamento» (propria delle direttive comunitarie), ovvero di «cliente» o «utilizzatore» (secondo l'impostazione del TUB, agli artt. 126-*bis* ss.) si aggiungono i connotati di

Secondo quanto è possibile ricostruire dall'analisi del primo modello (: *B2B*), il debitore, dopo avere concordato con il creditore che l'addebito diretto costituisca la modalità di esecuzione della prestazione dedotta¹⁶ e averlo autorizzato all'incasso delle somme (c.d. *mandate*), è tenuto ad abilitare preventivamente anche il proprio PSP riguardo allo specifico addebito attivato. Più precisamente, gli conferisce un incarico di pagamento avente a oggetto gli ordini di incasso trasmessi dal PSP del creditore. Le regole operative prevedono altresì che il pagatore trasmetta al proprio PSP il *mandate*, affinché quest'ultimo possa verificare in fase esecutiva la coerenza tra gli ordini di incasso e le istruzioni ricevute (dati relativi al beneficiario e al conto a questi riferito, l'ammontare, se stabilito *ex ante*, e il termine del pagamento)¹⁷.

A proposito dello schema in esame si assiste dunque alla strutturazione di una fattispecie in cui il consenso del debitore all'esecuzione dei pagamenti viene ad attuarsi attraverso due atti distinti e separati, rivolti ad altrettanto distinti soggetti: il patto con il creditore, nell'ambito del rapporto negoziale sottostante, volto ad *autorizzare l'incasso*; e quello con il proprio PSP, nell'ambito del contratto-quadro relativo al conto e ai servizi connessi, volto ad *autorizzare il pagamento*.

Per tornare all'alternativa posta dalle due definizioni di legge (*supra*, in fine del par. 2), si attua in questo modello la via dell'incarico diretto ed espresso.

«consumatore» o «non consumatore», con i relativi plessi disciplinari. Cfr. sul tema delle intersezioni disciplinari e delle relative esigenze di coordinamento, M. RABITTI, *La qualità di "consumatore-cliente" nella giurisprudenza e nelle decisioni dell'arbitro bancario finanziario*, in *Contr. Impr.*, 2014, 201 ss.

¹⁶ V., sul punto, la decisione ABF n. 8099 del 23 maggio 2022, in cui si legge la precisa osservazione secondo cui, nel rapporto tra debitore e creditore, l'addebito diretto si configura «come un accordo definitorio delle modalità di esecuzione della prestazione»; correlativamente viene a eleggerne la modalità esecutiva «propria e dovuta», escludendo la possibilità che il debitore possa essere obbligato, in via alternativa, al pagamento in mani dirette del creditore.

¹⁷ Cfr. lo *Scheme Rulebook* relativo al *Sepa Direct Debit B2B* (versione 1.1 del 2023): «*the Debtor PSP is obliged: to check, before debiting the Debtor's account, that the SEPA Direct Debit Business-to-Business Mandate related data received as part of the first Collection complies with the SEPA Direct Debit Business-to-Business Mandate related data received from or confirmed by the Debtor, and that the SEPA Direct Debit Business-to-Business Mandate has been duly issued and authorized by the Debtor*» (28).

Nello schema rivolto ai consumatori (: *Core*), invece, l'architettura dell'operazione si presenta notevolmente alleggerita. Si potrebbe parlare, a proposito, di una fattispecie «ridotta».

L'intera dinamica di autorizzazione del pagatore viene infatti a ruotare (ed esaurirsi) nel rilascio del *mandate* nell'ambito del rapporto con il beneficiario, senza alcuna previsione circa il conferimento di un distinto incarico al PSP, né la trasmissione di istruzioni relative all'esecuzione del pagamento¹⁸.

In questo caso l'autorizzazione al trasferimento dei fondi, necessaria ai fini della valida esecuzione del pagamento da parte del PSP e del relativo conteggio sul conto del cliente, si considera legittimamente prestata attraverso il rilascio dell'autorizzazione all'incasso¹⁹.

Come è facile intuire, trova qui attuazione la modalità mediata e implicita di manifestazione del consenso (*ex art. art. 2, n. 21, reg. 260/2012/CE*). Il regime di doppia autorizzazione, pur presente anche in relazione a questo schema, si risolve infatti in un unico atto abilitativo compiuto dal debitore nel rapporto sottostante con il creditore, idoneo per espressa previsione di legge a estendere i propri effetti autorizzativi anche nel rapporto con il PSP del debitore, attivando il contratto-quadro «a monte» e così consentendo il conteggio di segno negativo delle somme sul conto. Il *mandate* viene così a realizzare un effetto ambivalente: di *autorizzazione all'incasso* (verso il creditore) e di *autorizzazione al pagamento* (nei confronti del PSP del pagatore).

4. *Rischio tipico dell'addebito variante Core e correlativo regime legale del diritto al rimborso*

La diversità strutturale appena riferita ha degli specifici riflessi in punto di rischi connessi all'operazione. In particolare, ciò viene a

¹⁸ Il riscontro della prassi operativa mostra infatti come il PSP del debitore, sino alla ricezione della richiesta di incasso attraverso il PSP del creditore, non è informato riguardo all'attivazione dello specifico addebito, né conosce le caratteristiche dello stesso. Cfr., sul punto, G. B. BARILLÀ, *op. cit.*, 13.

¹⁹ Secondo quanto previsto dallo *Scheme Rulebook* del *Sepa Direct Debit Core*, il trasferimento dei fondi «*is based on an authorisation for the Creditor and the Debitor PSP given to the Creditor by the Debitor for the debit of its account*» (19).

Il *mandate*, dunque, produce i propri effetti sia nei confronti del creditore, che del prestatore di servizi di pagamento del debitore.

discendere dal differente «ruolo» di cui è investito il PSP del debitore nei diversi schemi.

Nella variante rivolta alle imprese, questi riceve un incarico espresso e specifico da parte del debitore, accompagnato dalla consegna del *mandate*. In quella destinata ai consumatori, invece, viene autorizzato a dare corso alle richieste di incasso esclusivamente in via mediata e implicita, attraverso l'ordine proveniente dal PSP del beneficiario.

Assunta questa prospettiva, risulta chiaro come questa seconda variante esponga il pagatore a rischi notevolmente maggiori rispetto alla prima. Trascurando in questa sede di considerare le ipotesi patologiche, nelle quali difetti «a monte» il rilascio del *mandate* nei confronti del beneficiario²⁰, occorre qui fermare l'attenzione sul rischio che pertiene all'operazione in via strutturale. L'assenza di un momento di tratto delegatorio e, dunque, in quanto tale diretto al PSP del debitore, accompagnato dalla mancanza di precise istruzioni riguardo all'esecuzione del pagamento, introduce la possibilità fisiologica che questi dia corso ad addebiti, a diverso titolo, «inesatti»: per errori materiali verificatisi nei diversi *step* della procedura, ovvero per ragioni che trovano fondamento nel rapporto sottostante tra debitore e creditore.

In considerazione di questo rischio, il legislatore ha così previsto una particolare regola di protezione per il pagatore, precisamente circoscritta alla variante *Core*.

Nel caso in cui l'addebito sia attivato da un consumatore la legge dispone che, se l'operazione è stata autorizzata, questi è titolare di un «diritto incondizionato al rimborso» della somma addebitata (art. 13,

²⁰ Una simile fattispecie verrebbe a ricadere nell'ambito di applicazione della disciplina generale in materia di operazioni non autorizzate di cui agli artt. 9 e 11, d.lgs. n. 11 del 2010, che conferiscono al debitore il diritto al rimborso immediato della somma addebitata, da esercitarsi nel termine di tredici mesi.

In materia di operazioni non autorizzate v., *ex multis*, M. SEMERARO, *Modelli di responsabilità e private enforcement: appunti su PSD2 e operazioni di pagamento non autorizzate*, in questa *Rivista*, 2022, I, 825 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *La disciplina dei pagamenti non autorizzati nel nuovo sistema delineato dal recepimento della direttiva "PSD2"*, in *Dir. banc. fin.*, 2018, II, 627.

Dovrebbero rientrare nell'ambito applicativo delle medesime disposizioni anche gli ordini ricevuti ed eseguiti dal PSP del debitore successivamente alla revoca del *mandate*.

comma 3-*bis*, d.lgs. n. 11 del 2010)²¹, da esercitarsi nel termine di otto settimane dalla data dell'addebito (art. 14, comma 1, d.lgs. n. 11 del 2010)²². Del medesimo tenore anche lo *Scheme Rulebook* che, in più occasioni, pone in evidenza come l'esercizio di tale diritto debba avvenire «*on a no-questions-asked basis*»²³.

Da quest'angolo visuale, la disposizione si pone chiaramente quale regola preordinata a governare il rischio immanente e intimo all'operazione, e ciò attraverso l'allocatione dello stesso in capo al soggetto che in via professionale viene a svolgere il servizio. Nel rapporto con il proprio PSP, infatti, il pagatore ha diritto all'immediato riaccredito della somma sul conto, senza che – per espressa previsione di legge (art. 14, comma 3, d. lgs. 11 del 2010) – a questa richiesta possa essere opposto un rifiuto. Sarà poi il PSP del debitore, nel rapporto interbancario, a chiedere il rimborso della somma al PSP del creditore e, successivamente, quest'ultimo a effettuare lo storno del precedente accredito sul conto del beneficiario. Il rischio dell'eventuale insolvenza del creditore viene a gravare, in questa catena a ritroso, sul PSP del beneficiario²⁴.

Da ultimo, a completamento del quadro disciplinare in esame, occorre formulare una precisazione conclusiva, funzionale al prosieguo del discorso. La disposizione appena riferita si pone infatti in deroga a quanto previsto dalla normativa generale in materia di servizi di

²¹ Al contrario, a conferma della correlazione tra rischio dell'operazione e regime del diritto al rimborso, nell'addebito diretto versione *B2B* quest'ultimo può essere pattiziamente escluso (art. 13, comma 4, d.lgs. n. 11 del 2010).

²² La particolare disciplina in esame è stata introdotta con il d.lgs. n. 218 del 2017 [di recepimento nell'ordinamento interno della direttiva 2366/2015/UE (c.d. PSD2)]. Secondo il regime previgente, dunque, al servizio di addebito diretto era applicabile la disciplina generale in materia di rimborso per operazioni autorizzate disposte dal beneficiario di cui all'art. 13, comma 1°, d.lgs. n. 11 del 2010.

Anche nella vigenza della precedente disciplina, alla norma riguardante il diritto al rimborso del pagatore era comunque attribuita una chiara funzione protettiva. Cfr., sul punto, ABF n. 7530 del 10 novembre 2014, e, in dottrina, I. MECATTI, *Il diritto al rimborso nell'addebito diretto*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, I, 177 ss.

²³ Cfr. lo *Scheme Rulebook* del *Sepa Direct Debit Core* (versione 1.0 del 2023), 31.

²⁴ Cfr. DE STASIO, *op. cit.*, 164-165.

pagamento per «operazioni autorizzate disposte dal beneficiario»²⁵. Secondo la disciplina «regolare» il pagatore ha diritto al rimborso della somma nella sola misura in cui siano soddisfatte le seguenti condizioni: «a) al momento del rilascio, l'autorizzazione non specificava l'importo dell'operazione di pagamento; b) l'importo dell'operazione supera quello che il pagatore avrebbe potuto ragionevolmente aspettarsi avuti presenti il precedente modello di spesa, le condizioni del suo contratto quadro e le circostanze del caso» (art. 13, comma 1, d.lgs. n. 11 del 2010).

5. Clausole diffuse nella prassi operativa e riduzione convenzionale del diritto al rimborso

Ciò posto e fissati questi tratti essenziali, l'analisi della realtà operativa, nello specifico contesto dello schema rivolto ai consumatori, mostra alcuni tratti di regolazione convenzionale dell'operazione difforni da quanto previsto dalla normativa di riferimento, così come dallo *Scheme Rulebook* predisposto dall'EPC a livello comunitario. Tra questi profili di «devianza», le maggiori criticità vengono a riguardare le formulazioni adottate nelle condizioni generali del servizio – nell'operatività bancaria collocate in una sezione dedicata del contratto di conto corrente – riguardo alla clausola volta a regolare il diritto al rimborso a cui si è appena fatto riferimento.

Secondo quanto è possibile riscontrare dall'esame dei regolamenti contrattuali in uso, quest'ultima si presenta diffusa tra i diversi prestatori secondo due declinazioni.

La prima formulazione si articola attraverso la riproduzione della disciplina generale in materia di servizi di pagamento (diritto al rimborso «condizionato», secondo l'art. 13, comma 1, d. lgs. n. 11 del 2010, v. *supra*, in fine del par. 4), con l'aggiunta che «per alcune tipologie di Addebito Diretto il rimborso è effettuato anche se non ricorrono le condizioni; le tipologie di Addebito Diretto per le quali il

²⁵ L'addebito costituisce infatti una *species* all'interno di questa più ampia categoria (a cui, a esempio, appartengono le carte di pagamento). La disposizione dell'operazione da parte del beneficiario assume tuttavia negli altri servizi una conformazione diversa. Cfr., per questi altri, V. SANTORO, *Servizi di pagamenti*, in *Contratti bancari*, E. Capobianco (a cura di), Milano, 2021, 2137-2138.

rimborso è incondizionato sono indicate nel relativo Foglio Informativo».

La seconda, riproduttiva anch'essa della medesima disciplina generale, si distingue per la precisazione che «il cliente può chiedere il rimborso incondizionato di cui ai commi precedenti entro otto settimane dalla data in cui i fondi sono stati addebitati».

Nella prima ipotesi, dunque, la disciplina generale viene presentata come la normativa «regolare» anche per l'addebito diretto consumeristico e quella relativa al diritto al rimborso incondizionato come la disposizione speciale, destinata a operare in relazione a ipotesi indicate all'esterno del contratto; nella seconda, invece, l'esercizio del diritto, pur definito «incondizionato», viene comunque «agganciato» alla sussistenza delle condizioni previste dalla disciplina generale.

Appare subito evidente come le formulazioni appena descritte producano quale effetto immediato una riduzione del perimetro di esercizio del diritto, con conseguente aumento del rischio per il consumatore di dover «assorbire» le perdite economiche derivanti dall'esecuzione da parte del proprio PSP di ordini, a diverso titolo, «inesatti». Meno evidente, ma altrettanto effettiva, risulta la correlativa riduzione del rischio per l'impresa nella prestazione di questo servizio. E infatti, tale limitazione convenzionale consente al PSP di ridurre i diversi costi connessi alla gestione della procedura di rimborso.

Il rilievo assume maggiore spessore, poi, non appena il discorso si dilati un poco, e l'osservazione venga collocata nella dimensione di mercato. In questa ulteriore prospettiva, l'adozione omogenea e uniforme di simili clausole da parte dell'insieme dei prestatori di questo servizio comporta la diffusione nell'intero settore di riferimento di un'operazione con profili di rischio incompatibili con quanto previsto dalla normativa in materia.

Al pregiudizio per il singolo cliente, destinatario diretto del servizio, viene cioè ad accompagnarsi e sommarsi quello per l'intero mercato nel quale il prodotto «viziato» si trova a circolare.

Tanto posto, come accennato in apertura, si può ora passare all'individuazione e all'analisi degli strumenti previsti in concreto dal sistema vigente per correggere una simile «prassi d'impresa» illegittima.

6. *Tra i rimedi individuali: la nullità parziale del contratto con regime legale sostitutivo*

Considerando dapprima i rimedi di tratto individuale, viene in immediato rilievo lo strumento della nullità; ciò secondo una duplice possibile declinazione.

Anzitutto – questa la prima variante argomentativa – il contenuto di queste clausole, in entrambe le formulazioni considerate, si pone in diretto contrasto con il contenuto precettivo di una norma imperativa, ossia l'art. 13, comma 3-*bis*, d.lgs. n. 11 del 2010, dandosi così luogo a un'ipotesi di nullità virtuale *ex art.* 1418, comma 1, c.c.

Il carattere imperativo della disposizione discende dal combinarsi di due ordini di rilievi, uno di carattere generale, l'altro invece di tratto più specifico e puntuale.

Il primo attiene al carattere inderogabile di questa disposizione. Come noto, infatti, l'insieme delle norme contenute nel d. lgs. n. 11 del 2010 non può formare oggetto di disapplicazione nell'ipotesi in cui il cliente sia un consumatore (art. 2, comma 4, del decreto)²⁶. Secondo l'impostazione generale adottata dalla disciplina sui servizi di pagamento, le norme ivi contenute non consentono deroghe, né totali né parziali, da parte dell'autonomia privata, *rectius*, – data la dinamica di formazione unilaterale dei contenuti del contratto – da parte dell'impresa predisponente.

Il secondo viene poi a riguardare la *ratio* specifica sottesa alla disposizione violata e dunque la dimensione funzionale che la caratterizza. Come si è già avuto modo di precisare (*supra* par. 4) si tratta infatti di una norma prescrittiva di un contenuto puntuale e caratterizzante lo schema negoziale²⁷, preordinata a regolare il rischio

²⁶ La disposizione, al contrario, consente che siano stipulati patti di disapplicazione di alcune regole nel caso in cui il cliente sia un non consumatore (let. b), ovvero una microimpresa (let. c). Cfr., tra le voci perplesse a riguardo A. SCIARRONE ALIBRANDI, sub. *art. 126-bis*, in *Comm. t.u.b. Porzio*, Milano, 2010, 1087, ad avviso della quale la scelta introduce una «differenza di trattamento tra [...] categorie di soggetti che davvero non sembra facilmente giustificabile».

²⁷ In questa particolare prospettiva, per l'analisi di una casistica giurisprudenziale caratterizzata dal tentativo dei contraenti «di forzare una tipologia negoziale inderogabile», v. A. GENTILI, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti*, P. Rescigno – E. Gabrielli (diretto da), *I contratti in generale*, E. Gabrielli (a cura di), II, Torino, 2006, 1518.

tipico e immanente al servizio di addebito diretto, versione *Core*, allocandolo sul soggetto che professionalmente viene a svolgere questo servizio. In altri termini, costituisce una regola volta a limitare e orientare il potere dell'impresa, introducendo un vincolo di natura prudenziale nella «costruzione» del prodotto destinato ai consumatori.

Così ragionando, la norma non può che considerarsi espressiva di un'esigenza di tutela che, lungi dall'essere circoscritta alla dimensione individuale, si pone a protezione di un interesse generale, ancorché seriale e categoriale²⁸.

Limitatamente alla variante della clausola che rinvia ai fogli informativi per l'individuazione delle ipotesi in cui il diritto al rimborso è incondizionato²⁹, sembra poi possibile percorrere un ulteriore e distinto percorso argomentativo a sostegno della nullità, il secondo a cui si faceva riferimento in apertura.

Occorre a proposito richiamare l'art. 126-*quinquies* TUB che, attraverso il rinvio all'art. 117 TUB, impone la forma scritta *ad substantiam* del contratto quadro relativo ai servizi di pagamento e la consegna di un esemplare dello stesso al cliente. Come ormai acquisito, il vincolo formale nel contesto dei contratti bancari (e, più ampiamente, del comparto finanziario) persegue funzioni ulteriori e in parte distinte rispetto a quelle sottese alla disciplina generale in materia di contratto

²⁸ Costituisce un passaggio sostanzialmente acquisito in dottrina (v. M. MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, IV, V. Roppo (diretto da), *Rimedi*, I, A. Gentili (a cura di), Milano, 2006, 37 ss.), il rilievo secondo cui il carattere imperativo di una disposizione non si leghi esclusivamente alla tutela di interessi pubblici o generali, ma discenda anche dall'inerenza a interessi categoriali. Forse sarebbe più corretto dire che, specie con riferimento alla contrattazione d'impresa, risulta ormai chiara la relazione tra queste due dimensioni. La tutela dell'interesse generale al corretto funzionamento della dinamica concorrenziale dei mercati si attua attraverso il medio della protezione degli interessi particolari dei destinatari dei prodotti che l'impresa offre. Così, *ex multis*, F. SARTORI, «*Impresa, mercati e tutela civile*»: note introduttive, in questa *Rivista*, 2019, suppl., 4, secondo cui «lo statuto contrattuale [...] assurge a sintesi della convergenza tra interessi generali e individuali».

²⁹ Lungi dal costituire una formulazione in uso unicamente in un simile contesto, la tecnica del rinvio a regole situate in luoghi esterni dal contratto, fogli informativi o altro genere di documenti, costituisce una prassi operativa diffusa nell'intero ambito dei contratti bancari.

(artt. 1351 ss.)³⁰. In specie, oltre a quello informativo circa le regole essenziali che andranno a regolare l'operazione, persegue l'ulteriore scopo di consentire al cliente di disporre di un supporto puntuale e completo che gli permetta di monitorare la corretta esecuzione della stessa in corso di rapporto³¹.

Fermati questi brevi cenni di inquadramento, non sembra possano avanzarsi dubbi circa la necessità che la clausola relativa al diritto al rimborso del cliente debba rivestirsi della forma scritta; e, correlativamente, circa la necessità che una simile regola, in una formulazione *integrale* e *compiuta*, debba formare parte del contratto da consegnare al cliente e non possa essere situata in un luogo altro ed esterno³².

Seguendo tale via ricostruttiva, la clausola potrebbe essere considerata nulla per violazione del vincolo formale di cui all'art. 126-*quinquies* TUB.

Passando ora a considerare lo statuto disciplinare del rimedio si dovrebbe giungere a configurare, in relazione a entrambi i percorsi argomentativi proposti, una nullità di tipo parziale e a legittimazione relativa; in altri termini, una nullità c.d. di protezione.

Seguendo il primo percorso, la parzialità verrebbe a discendere dall'applicazione delle disposizioni generali in materia, in specie della

³⁰ È noto a riguardo, come tale variazione funzionale costituisca uno dei tratti caratterizzanti del c.d. neoformalismo negoziale e abbia stimolato – in ragione anche di ripetuti momenti di considerazione giurisprudenziale del fenomeno (su tutti, la questione circa la validità del contratto mono-firma (Cass., Sez. Un., 16 gennaio 2018, n. 898), e quella riguardante la forma dei singoli ordini di investimento (Cass., 8 febbraio 2018, n. 3087; Cass., 12 marzo 2018, n. 5890) – la produzione di nutriti e ampi contributi. Cfr., senza alcuna pretesa di esaustività, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996; S. PAGLIANTINI, voce «Neoformalismo contrattuale», in *Enc. dir.*, Annali VI, Milano, 2011; L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, 2008; A. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, in *Banca e borsa*, 2017, II, 553 ss.

³¹ Cfr., già, M. DE POLI, *La trasparenza delle operazioni bancarie secondo il testo unico: primi appunti*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 528; più recentemente v. C. ROBUSTELLA, *Trasparenza informativa e vincoli formali nella contrattazione asimmetrica*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2022.

³² Cfr., in questa prospettiva, A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari*, cit., 99 ss.

regola che dispone la sostituzione cogente della clausola viziata in presenza di una norma imperativa (art. 1419, comma 2, c.c.); nonché dall'ulteriore considerazione della maggiore adeguatezza di questa conformazione alla tutela dell'interesse della parte a protezione della quale si pone la disposizione violata³³. La legittimazione ristretta, poi, conseguirebbe parimenti alla maggiore coerenza di questa regola al perseguimento della funzione protettiva appena richiamata³⁴.

Seguendo il secondo itinerario, e, dunque, la censura del vizio formale, la non propagazione della nullità della clausola all'intero contratto verrebbe a dipendere dalla considerazione della struttura logica interna dell'art. 117 TUB – espressamente richiamato dall'art. 126-*quinquies* TUB –, che, specie al comma 7, indica la parzialità necessaria con regime legale sostitutivo quale regola orientativa della materia³⁵. La legittimazione relativa discenderebbe poi in questo caso dall'applicazione diretta dell'art. 127, comma 2, TUB.

³³ Risulta ormai acquisito in letteratura il rilievo secondo cui il rimedio della nullità, specie nel contesto delle legislazioni speciali, sia sempre più volto alla «(ri)costruzione e non alla distruzione del negozio», secondo una logica non più demolitoria degli effetti ma conformativa dei contenuti contrattuali (A. D'ADDA, *Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto*, Padova, 2008, 3 e *passim.*) Cfr. anche, A. GENTILI, *Nullità annullabilità inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *Contratti*, 2003, 205 ss.

³⁴ Per vero, secondo il medesimo criterio funzionale, non può escludersi che l'accertamento della nullità, oltre che d'ufficio dal giudice, possa essere promosso da soggetti terzi, purché venga fatto operare lungo la linea di protezione del cliente.

³⁵ Tale previsione non costituisce un caso isolato all'interno della legislazione bancaria. Si considerino a proposito, con specifico riferimento al sotto-sistema del TUB, gli artt. 120-*ter*, 120-*quater*, comma 6, 125-*bis*, comma 6, TUB. L'insieme di queste disposizioni, secondo una lettura sinottica e sistematica, ha condotto a ritenere che questo regime costituisca la «regola generale della trasparenza bancaria», A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari*, cit., 306.

Per il rilievo secondo cui la parzialità necessaria costituisce uno dei tratti caratterizzanti lo statuto delle nullità di protezione v. S. POLIDORI, *Nullità di protezione e interesse pubblico*, in *Rass. dir. civ.*, 2009, II, 1019; G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano, 1995, 232 ss.

7. Tra i rimedi collettivi: azione inibitoria ex art. 840-sexiesdecies c.p.c. e tutela amministrativa ex art. 27 cod. cons.

Dati la diffusione di una simile clausola nella dimensione di mercato e, correlativamente, il coinvolgimento di una pluralità di soggetti interessati dalla medesima violazione, non possono non venire in considerazione – in via aggiuntiva all’azione di nullità promossa dal singolo – gli strumenti di tutela c.d. collettiva.

Sul versante giudiziale, può utilmente considerarsi anzitutto l’azione inibitoria ex art. 840-*sexiesdecies* c.p.c., così come introdotta dalla l. n. 31 del 2019³⁶. Nonostante questo rimedio non abbia ancora ricevuto significative applicazioni, possiede tuttavia dei presupposti costitutivi di fattispecie e dei connotati disciplinari precisamente aderenti a casi concreti quali quello in esame.

Anzitutto, si volge a considerare quegli «atti o comportamenti» che arrechino un «pregiudizio» a una «pluralità di individui». Si pone, cioè, quale struttura preordinata a reagire in rapporto a violazioni di legge di tipo seriale, nel senso specifico, non tanto della ripetitività del comportamento illecito, quanto piuttosto del suo inerire e coinvolgere una molteplicità di soggetti.

In questa prospettiva, le clausole in esame, invalide per le ragioni sopra analizzate, possono assumere rilievo quali atti illeciti e lesivi degli interessi di una categoria soggettiva, in particolare, dell’insieme dei consumatori destinatari dello specifico prodotto.

In aggiunta, la particolare pertinenza dell’azione all’ambito in esame si coglie anche sotto il profilo disciplinare. La norma elegge infatti quali soggetti legittimati passivi precisamente le imprese (o gli enti gestori di

³⁶ Per i diversi profili di innovazione sistematica introdotti dal decreto in punto di conformazione delle tutele collettive v., senza pretese di esaustività, A CARRATTA, *I nuovi procedimenti collettivi: considerazioni a prima lettura*, in *Giur. it.*, 2019, 2297 ss.; D. DELFINO, *Azione di classe e azione collettiva inibitoria: nuovo testo (art. 840 ss. c.p.c.) e nuove (ma non solo) questioni*, in *Foro It.*, 2019, V, 322 ss.; A. DOLMETTA, *Profili emergenti nelle azioni di classe*, in questa *Rivista*, 2019, I, 289 ss.; C. CONSOLO, *La nuova azione di classe, non più solo consumeristica, in una proposta di legge da non lasciar cadere*, in questa *Rivista*, 2019, I, 633 ss. È opportuno segnalare, tuttavia, come la maggior parte dei contributi in materia si concentrino in via prevalente, data anche la diversa intensità dell’intervento normativo, sullo strumento della *class action* di cui agli artt. 840-*bis* c.p.c. e ss., lasciando ai margini delle analisi quello inibitorio.

servizi pubblici o di pubblica utilità, *ex art. 840-sexiesdecies*, comma 2, c.p.c.); si volge dunque a considerare gli effetti pregiudizievoli che discendono direttamente dallo svolgimento dell'attività d'impresa.

A seguito della proposizione dell'azione, da parte delle associazioni di categoria ovvero anche dei singoli individui che vi abbiamo interesse³⁷, è così possibile ottenere una sentenza di condanna che inibisca all'impresa l'adozione della clausola viziata nel rapporto con i futuri clienti e, quanto al profilo delle eventuali misure c.d. correttive (art. 840-*sexiesdecies*, comma 7, c.p.c.), imponga la sostituzione della clausola illecita con altra conforme al regime legale³⁸.

Precisamente, a riguardo, è stata sottolineata la funzione di *private enforcement* che lo strumento assolve³⁹.

In aggiunta a questa forma di tutela, nella medesima prospettiva «collettiva», è opportuno segnalare anche la percorribilità di

³⁷ Il profilo della legittimazione attiva costituisce uno tra quelli che si mantengono più discussi in dottrina. È noto infatti, come la riforma, superando l'impostazione disciplinare classica in materia di tutele collettive, abbia istituito per l'azione inibitoria un potere di agire c.d. diffuso: soggetti legittimati attivi non sono più unicamente gli enti e le associazioni maggiormente rappresentative (v. il previgente art. 139 cod. cons.), ma anche tutti coloro che abbiano «interesse alla pronuncia di un'inibitoria di atti o comportamenti». Oltre alle valutazioni di opportunità di una simile estensione (critico sul punto, M. STELLA, *La nuova azione inibitoria collettiva ex art. 840-sexiesdecies tra tradizione e promesse di deterrenza*, in *Corr. Giur.*, 2019, 1456), sono state rilevate delle incertezze interpretative riguardo alla necessità o meno che alla legittimazione processuale del singolo debba corrispondere o meno sul piano sostanziale la titolarità di una situazione giuridica soggettiva direttamente lesa. In senso negativo A. AMIDEI, *Azione di classe e inibitoria collettiva: un bilancio a due anni dall'entrata in vigore della riforma, nella prospettiva del recepimento della direttiva UE 2020/1828*, in *Riv. dir. priv.*, 2023, 407 ss., ad avviso del quale ai fini della proposizione della domanda giudiziale è sufficiente che il singolo abbia un «interesse non generico e sufficientemente qualificato». In senso affermativo, I. PAGNI, *L'azione inibitoria collettiva*, in *Gir. It.*, 2019, 2330, che ritiene necessario che la selezione di coloro che possono agire passi «dalla previa individuazione della situazione soggettiva astrattamente suscettibile di essere pregiudicata dalla condotta illecita».

³⁸ Per il rilievo circa l'atipicità delle misure correttive e, dunque, riguardo all'ampia discrezionalità del giudice nella selezione di quelle più aderenti al caso concreto, v. U. RUFFOLO, *Interessi collettivi (e diffusi), azione inibitoria collettiva e "misure idonee" correttive*, in *Class action ed azione collettiva inibitoria*, U. Ruffolo (a cura di), Milano, 2021, 257 ss.

³⁹ Cfr. S. MAZZAMUTO, *La prospettiva dei rimedi in un sistema di Civil Law. Il caso italiano*, in *Jus civile*, 2019, 725; A. AMIDEI, *op. cit.*, 411.

un'ulteriore soluzione. È infatti ben possibile che una simile operatività possa assumere distinta rilevanza anche sul piano della disciplina relativa alle pratiche commerciali scorrette (artt. 20 e ss. cod. cons.) e, dunque, che le clausole in esame possano essere sottoposte al sindacato dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM)⁴⁰.

Se si considera quanto espresso nel testo delle formulazioni in uso, la fattispecie concreta sembra rientrare a pieno titolo nella categoria delle pratiche commerciali scorrette, *sub specie*, di quelle ingannevoli, integrando i presupposti previsti dagli artt. 20 e 21, comma 1, cod. cons.⁴¹

⁴⁰ La prospettiva in esame – rapporto tra disciplina delle pratiche commerciali scorrette e contrattazione bancaria – è ampiamente frequentata dalla letteratura di settore e dall'Autorità Garante. Sul punto, per un'ampia ricognizione dei diversi interventi dell'AGCM, v. A. GENOVESE-M. RANIELI, *Contratti bancari e disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contratti bancari*, E. Capobianco (a cura di), Milano, 2021, 533 e *passim*.

Sul ruolo dell'Autorità amministrativa in una prospettiva di *public enforcement*, v. V. MINERVINI, *L'autorità garante della concorrenza e del mercato quale autorità di tutela del consumatore: verso una nuova forma di regolazione dei mercati*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1142 ss.; U. MALVAGNA, *Nullità di protezione ed enforcement pubblicistico nei settori regolati*, in questa *Rivista*, 2023, I, 129 ss.

⁴¹ Forma oggetto di dibattito in dottrina la questione circa la natura del rapporto corrente tra i) la norma generale definitoria della categoria di pratica commerciale scorretta (art. 20, comma 2, cod. cons.), ii) le due definizioni e le relative elencazioni riguardanti le sottocategorie delle pratiche commerciali ingannevoli (artt. 21, 22 cod. cons.) o aggressive (artt. 24, 25 cod. cons.) e iii) le due c.d. *black lists* contenenti le pratiche «in ogni caso scorrette» (in quanto ingannevoli *ex art.* 23 o aggressive *ex art.* 26 cod. cons.). In sintesi, secondo alcuni (v. G. DE CRISTOFARO, *Il divieto di pratiche commerciali sleali. La nozione di pratica commerciale «sleale» e i parametri di valutazione della «slealtà»*, in *Le «pratiche commerciali sleali» tra imprese e consumatori. La direttiva 2005/29/Ce e il diritto italiano*, G. De Cristofaro (a cura di), Torino, 2007, 116 ss.) questo insieme di norme si lascerebbe ricostruire alla luce del criterio logico norma generale/norma speciale. Correlativamente, l'integrazione di una delle ipotesi previste dalle due liste nere preclude l'applicazione cumulativa delle disposizioni a contenuto maggiormente generale secondo la dinamica dell'esclusione reciproca. Ad avviso di altri (v. M. LIBERTINI, *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr. Impr.*, 2009, I, 73 ss.), la cui ricostruzione appare maggiormente condivisibile in quanto applicativa di un criterio integralmente teleologico-sistematico, la definizione di cui all'art. 20 cod. cons. si pone quale norma generale dell'intera materia e le norme di dettaglio quali semplici disposizioni applicative o esemplificative. Per l'effetto, tra le

Anzitutto, non pare possano avanzarsi dubbi riguardo alla circostanza che il significato espresso dalle clausole in esame sia idoneo a incidere sul «comportamento economico» del consumatore medio (art. 20 cod. cons.); con maggiore precisione, che queste vadano a incidere sulla scelta circa l'esercizio o meno di «un diritto contrattuale» relativo al prodotto (art. 18, comma 1, let. m), cod. cons.).

Come si è già avuto modo porre in evidenza (*supra*, par. 5), infatti, queste realizzano una notevole «riduzione» del diritto al rimborso per il consumatore, circoscrivendone significativamente i presupposti di esercizio. Attraverso il riferimento alla normativa generale il consumatore sarà indotto a ritenere che i presupposti per richiedere il rimborso della somma siano circoscritti alle ipotesi ivi disciplinate. Correlativamente, è ragionevole ritenere che, nella grande maggioranza dei casi, il suo comportamento si conformerà a quanto pattiziamente disposto.

Viene poi al contempo integrata l'ipotesi di maggior dettaglio prevista dall'art. 21, comma 1, let. b), cod. cons., che considera ingannevoli quelle condotte idonee a indurre in errore il consumatore sulle «caratteristiche principali del prodotto». A riguardo si è già sottolineato come il diritto al rimborso incondizionato nell'ambito dell'addebito diretto versione *Core* costituisca un elemento di struttura caratterizzante e connotativo la specifica operazione.

Nessun dubbio, infine, neppure riguardo alla contrarietà della pratica alla «diligenza professionale» (artt. 20 e 18, let. h), cod. cons.). La violazione di una regola tecnica e inderogabile di costruzione del prodotto, quale è – nella prospettiva dell'impresa – l'art. 13, comma 3-*bis*, d.lgs. n. 11 del 2010, si pone quale condotta contraria a un agire conforme a questo criterio⁴².

Tanto posto, come noto, con il provvedimento che accerta la scorrettezza della pratica commerciale, l'Autorità Garante ordina la cessazione della continuazione della medesima e dispone l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria proporzionata alla gravità e alla durata della violazione (art. 27, commi 8° e 9°, cod. cons.).

disposizioni corre la possibilità di un'applicazione cumulativa e reciprocamente integrativa.

⁴² Per la ricostruzione del requisito della «diligenza professionale» in una chiave oggettiva e «normativa», v. ancora, M. LIBERTINI, *op. cit.*, 95-96.

8. *Valutazione di adeguatezza: il diverso grado di tutela offerto dai rimedi disponibili*

Fissato il ventaglio degli strumenti resi disponibili dal sistema, è ora necessario porli a confronto l'uno accanto all'altro, al fine di valutare *se e in quale misura* tali strutture siano coerenti rispetto alla tutela degli interessi protetti, e *se e in quale misura* i relativi effetti aderiscano e siano congruenti alla conformazione della violazione di legge poste in essere.

La nullità della pattuizione, ricostruita nei termini sopra riferiti, è senz'altro uno strumento idoneo a rendere inefficace la clausola e a espungerla dal regolamento contrattuale (nella specie, dal contratto quadro di pagamento), consentendo parimenti la sostituzione della stessa con altra, conforme al regime legale. È senz'altro, cioè, uno strumento idoneo a ricondurre «a sistema» la struttura dell'operazione.

Come in altri contesti, tuttavia, propone dei limiti difficilmente superabili non appena si consideri la diffusione delle clausole in esame nell'intero mercato di riferimento. Si tratta infatti di un rimedio individuale ed episodico, i cui effetti sono fisiologicamente limitati e circoscritti alla dimensione concreta e particolare dei singoli rapporti.

In aggiunta occorre anche considerare il tradizionale tema dei costi e degli aggravii di altro genere che vi sono connessi. Nel contesto dell'addebito diretto, versione destinata ai consumatori, gli importi per i quali può venire in rilievo l'esercizio del diritto al rimborso si presentano, secondo quanto è ragionevole attendersi, modesti e contenuti. Conseguentemente, la comparazione di questi con le somme occorrenti ad avviare la tutela giudiziale ovvero con gli aggravii di altra natura necessari per attivare quella di fronte all'Arbitro Bancario e Finanziario, può ragionevolmente fungere da deterrente all'adozione di tale rimedio⁴³.

In rapporto ai rilievi appena formulati si presentano certamente più adeguate le tutele inibitorie, sia nella variante giudiziale, sia in quella amministrativa.

⁴³ Cfr., per il problema delle controversie di modico importo, *La clausola di «doppia conversione al cambio convenzionale» tra interesse pubblico (Corte di giustizia) e interessi privati (sezioni unite Corte di Cassazione)*, in *Foro It.*, IV, 2023, 400 ss.

Quanto al profilo degli effetti, entrambe le tutele consentono che la decisione, tanto del giudice quanto dell’Autorità, possa andare oltre le anguste strettoie del rapporto singolare e dispiegare effetti utili anche nei confronti degli altri soggetti interessati dalla medesima violazione di legge⁴⁴.

Quanto ai costi e agli aggravati di altra natura per il singolo cliente, entrambe le tutele consentono che possano risultare fortemente limitati, quando non proprio eliminati nell’ipotesi in cui ad agire siano le associazioni rappresentative⁴⁵ ovvero, nel caso della tutela amministrativa, sia l’Autorità a procedere d’ufficio.

⁴⁴ Con riferimento all’inibitoria giudiziale, il problema riguardo all’estensione *ultra partes* del giudicato formatosi all’esito del procedimento collettivo può dirsi classico in letteratura (v., per tutti, già A. BELLELLI, *L’inibitoria come strumento di controllo delle condizioni generali di contratto*, in *Le condizioni generali di contratto*, M. Bianca (a cura di), Milano, 1981, 301); in specie, e in estrema sintesi, il tema richiede – in assenza di precise indicazioni legislative – la conciliazione tra il principio cardine espresso dall’art. 2909 c.c. (limite *inter partes* dell’accertamento contenuto nella sentenza passata in giudicato) e l’esigenza che, tuttavia, gli effetti favorevoli dell’azione collettiva possano estendersi a vantaggio dell’intera categoria nell’interesse della quale l’azione è stata promossa e, dunque, di tutti i titolari del medesimo interesse. Appare condivisibile, a riguardo, l’opinione di quella parte della dottrina che – nel tentativo di contemperare i due poli in tensione – circoscrive l’effetto a favore dei terzi estranei al giudizio nel divenire titolari, a seguito del provvedimento inibitorio, di un diritto di credito dell’altrui obbligo di fare o non fare, che trova fonte nel provvedimento giudiziale (U. RUFFOLO, *op. cit.*, 256). Il terzo beneficiario potrebbe così censurare l’uso di una clausola già inibita e chiederne la rimozione quale provvedimento di esecuzione in forma specifica rispetto all’inadempimento dell’obbligo. V. anche, per il medesimo ordine di rilievi, I. PAGNI, *op. cit.*, 2332 ss. Una simile impostazione, preservando *inter partes* gli effetti dell’accertamento contenuto nella sentenza passata in giudicato, ha il pregio di impedire che l’eventuale rigetto della domanda inibitoria possa precludere la riproposizione in futuro della stessa azione, nei confronti della stessa impresa, da parte di un diverso soggetto.

⁴⁵ Che la *ratio* delle azioni collettive sia da individuarsi nella facilitazione dell’accesso alla giustizia da parte dei titolari di pretese omogenee aventi a oggetto importi monetari contenuti costituisce un rilievo ormai tradizionale. Di recente v. C. SCOGNAMIGLIO, *La Cassazione delinea presupposti e limiti di risarcibilità del danno non patrimoniale contrattuale nell’azione di classe*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 996, ove l’osservazione secondo cui le pretese connotate da una «dimensione quantitativa circoscritta, se non talvolta bagatellare, non sarebbero coltivabili dal titolare, a meno di sopportare costi sproporzionati rispetto all’entità delle stesse».

Tra le due forme di tutela inibitoria, poi, non può non essere segnalato come quella amministrativa possedeva un maggior grado di potenziale deterrenza riguardo a possibili futuri illeciti da parte dell'impresa. Da quest'angolo visuale infatti all'ordine di cessazione della pratica si accompagna, senza che sul punto possa esservi alcuna valutazione discrezionale, la comminazione di una sanzione amministrativa pecuniaria.

9. Valutazione di effettività: il necessario contributo dell'Autorità di vigilanza del settore

Poste queste considerazioni, il desiderio di comporre un discorso sui rimedi di tono compiuto e realistico impone di svolgere un passaggio aggiuntivo, nel segno di una verifica dell'effettività delle forme di tutele individuate.

A proposito occorre osservare che l'introduzione del diritto al rimborso incondizionato nell'ambito dell'addebito consumeristico risale al d.lgs. n. 218 del 2017. Sino a oggi, a quanto consta, nessun rilievo di ordine critico riguardo alle clausole in esame è stato compiuto né da parte della letteratura di settore, né in sede giudiziale, né in sede amministrativa. Nessuna delle forme tecniche di tutela analizzate nel corpo del lavoro ha ricevuto, dunque, concreta applicazione, con l'effetto correlativo che il prodotto «viziato», non solo è stato immesso nel mercato, ma si è anche andato consolidando nella prassi, divenendo lo schema comunemente diffuso nell'operatività.

A riguardo è ragionevole ritenere che l'elevato tecnicismo della materia, accompagnato dalla natura regolamentare di queste clausole – i cui vizi sono di norma meno percepiti rispetto a quelli riguardanti le condizioni di natura direttamente economica – abbiano precluso la scoperta della violazione di legge da parte dei soggetti a diverso titolo legittimati a invocare le diverse forme di tutela; ovvero, postulandone invece la scoperta, sia comunque mancato in concreto un interesse ad agire attraverso i percorsi delineati.

L'osservazione, per sé, non smentisce quanto sopra ricostruito, in termini di strumenti astrattamente disponibili e praticabili. Induce però forse a ritenere che per il contesto delle clausole in esame, così come di altre con caratteri affini, l'effettività del corpo delle tutele esistenti venga a dipendere necessariamente da un altro fattore.

Il riferimento si appunta sull'esercizio dei poteri attribuiti all'Autorità di vigilanza di settore anzitutto dall'art. 128, comma 1, TUB, nel segno della linea direttiva tracciata dall'art. 5 TUB⁴⁶.

La «delicatezza» di contesti quale quello esaminato dovrebbe infatti indurre a un monitoraggio puntuale e costante dei regolamenti contrattuali in uso, nonché a una tempestiva segnalazione dei vizi riscontrati, tanto ai soggetti interessati, quanto agli altri attori che compongono il mercato di riferimento (: clienti e imprese concorrenti).

Per la specifica materia dei servizi di pagamento, può venire poi in considerazione – in via aggiuntiva – l'esercizio del potere previsto dall'art. 126-*quater* TUB, che abilita la Banca d'Italia, anche in relazione a singoli servizi⁴⁷, a disciplinare «contenuti e modalità delle informazioni e delle condizioni che il prestatore fornisce o rende disponibili». Conferisce, in altri termini, all'Autorità il potere di indicare in via dettagliata anche i contenuti dei regolamenti contrattuali da adottarsi nell'operatività.

Considerando che il perimetro di tale potere è tradizionalmente ricostruito secondo una logica integrativa del dettato della normativa primaria, non dovrebbero presentarsi ostacoli per il suo esercizio in una chiave meramente ricognitiva di quanto già da questa previsto. L'uso del medesimo, nel contesto di una delle materie più tecniche del settore bancario, potrebbe consentire una tempestiva rilevazione degli schemi «devianti», nonché costituire un'ulteriore forma di *enforcement* circa l'adeguamento dei contratti in essere al dettato di legge.

⁴⁶ Cfr. F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3 al n. 1/2022, 21 ss.

⁴⁷ All'interno delle “Disposizioni di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari; correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti” (come aggiornate, da ultimo, con il provvedimento della Banca d'Italia del 18 giugno 2019), alla Sez. VI, rubricata “Servizi di pagamento”, si rinvengono disposizioni di taglio prevalentemente generale, applicabili trasversalmente ai diversi servizi di pagamento.

L'evoluzione dei pubblici poteri nella supervisione bancaria post-crisi

SOMMARIO: 1. La regolamentazione del rischio nel mercato bancario post-crisi: il necessario superamento del paradigma neo-liberale. – 2. L'evoluzione dei poteri di supervisione bancaria alla luce del principio di prevenzione: tra regolazione “direttiva”, pianificazione condivisa e programmazione condizionale. – 3. Rischi climatici e supervisione bancaria: verso una piena valorizzazione del principio di precauzione? – 4. Conclusioni.

1. La regolamentazione del rischio nel mercato bancario post-crisi: il necessario superamento del paradigma neo-liberale

È ormai ampiamente riconosciuto che la crisi del 2007/2008 abbia innescato un mutamento di paradigma radicale nella regolazione del rischio nel mercato bancario. L'approccio micro-prudenziale che tradizionalmente connotava la vigilanza finanziaria pre-crisi¹, fondato sull'assunto per cui una modellizzazione del rischio idiosincratico basata sull'analisi probabilistica dei comportamenti passati potesse concretamente consentire una sorta di autoregolamentazione dei mercati finanziari, ha rivelato tutti i propri limiti nella gestione del rischio sistemico, alla cui emersione ha piuttosto contribuito in modo significativo². La natura intrinsecamente macroeconomica di tale

¹ Un'efficace ricostruzione di tale modello di vigilanza è contenuta in I. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Padova, 2009.

² Per un approfondimento di tali questioni, si rinvia in particolare a M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012; ID., *Profili giuridici del governo del rischio*, in A. BROZZETTI (a cura di), *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022, 39 ss.; G. GABBI, *Un ripensamento della vigilanza prudenziale: un ritorno a strumenti standard e strutturali*, ivi, 69 ss.; A. BROZZETTI, *L'evoluzione della vigilanza: dalla vigilanza prudenziale al Reg/SupTech*, in M. PERASSI, M. RABITTI, F. SARTORI, V. TROIANO (a cura di), *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti del convegno Banca d'Italia – ADDE, Roma, 11-12 dicembre 2023*, in *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 100, marzo 2024, 61-86.

rischio³ ha pertanto imposto di adottare una prospettiva macroprudenziale nella regolamentazione e supervisione bancaria, operando una piena valorizzazione dei principi di prevenzione e precauzione.

All'originario obiettivo teso a garantire la solidità della singola istituzione bancaria si è anteposta la tutela della stabilità del sistema nel suo complesso, mediante una sostanziale anticipazione dell'intervento regolatorio. È così che, a fianco delle funzioni propriamente sanzionatorie, le Autorità di vigilanza si sono viste riconoscere sempre più penetranti poteri inibitori⁴.

Mentre l'attività di monitoraggio dei rischi si è fatta maggiormente pervasiva e onnicomprensiva, le tradizionali prove di stress per valutare la capacità di tenuta degli enti creditizi agli *shock* economici e finanziari sono state rimodulate, portando la BCE ad adottare *stress-test* in senso *top-down* anziché in quello tipicamente *bottom-up*, per quantificare le perdite derivanti dai meccanismi di amplificazione del rischio sistemico secondo una logica macroprudenziale⁵. La politica macroprudenziale ha inoltre messo a disposizione delle Autorità di vigilanza una ricca pletora di strumenti economici progettati per garantire la stabilità del sistema finanziario, proteggendo al contempo gli interessi degli investitori, dei depositanti e dell'economia nel suo complesso: alle

³ M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, *op.cit.*, 168.

⁴ A titolo meramente esemplificativo, si pensi ai “nuovi” poteri inibitori e restitutori attribuiti alla Banca d'Italia dall'art. 128 *ter* del TUB in caso di violazione della normativa di trasparenza, che incidono sul specifico rapporto contrattuale tra banca e clientela: per un'analisi di tale questione si veda F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento n. 3 al fasc. 1, 2022, 2-31 e in part. 22, secondo cui «Uno sguardo d'insieme allo statuto disciplinare evidenzia che il raggio di azione delle misure ivi contemplate si estende ben oltre la circonferenza tratteggiata con riferimento alla vigilanza sanzionatoria». Cfr. anche L. ROBUSTELLA, *Misure preventive e restitutorie nell'ambito della vigilanza di tutela*, in *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 99, febbraio 2024, 251-268.

⁵ Sul punto, v. P. LANGLEY, *Anticipating uncertainty, reviving risk? On the stress testing of finance in crisis*, in *Economy and Society*, vol. XLII, fasc. 1, 2013, 51-73.

misure basate sul capitale⁶ si sono affiancate quelle basate sulla liquidità⁷ e sui mutuatari⁸.

⁶ Esse includono la Riserva di capitale anticiclica (CCyB), la Riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (SyRB), la Riserva di conservazione del capitale (CCoB) e i Coefficienti di leva finanziaria (LEV). Si noti a tal proposito che, nel quadro regolamentare vigente in Italia prima della pandemia, l'unica riserva rilasciabile era il CCyB, storicamente fissato a zero perché collegato all'andamento di un ciclo finanziario rimasto debole fin dall'introduzione dello strumento, avvenuta nel 2015. La crisi dovuta al Covid-19 e lo *shock* energetico seguito al conflitto in Ucraina hanno fatto avvertire la mancanza della Riserva SyRB, per cui essa è stata introdotta nell'ordinamento italiano all'inizio del 2022 mediante il 38° aggiornamento della Circolare 285. Infatti, mentre i Paesi europei che si erano dotati di tali riserve di capitale macroprudenziale hanno potuto rilasciarle per far fronte agli effetti prodotti dalla pandemia e la crisi energetica, ciò non è stato possibile in Italia. Il SyRB è considerato uno strumento molto flessibile, particolarmente adatto ad attenuare le conseguenze economiche di eventi inattesi, anche indipendenti dal ciclo economico e finanziario, in quanto può essere utilizzato per prevenire e attenuare rischi sistemici non coperti da altre riserve di capitale. Quando ritenuto necessario, e in particolare al verificarsi di eventi avversi, tale riserva può essere inoltre immediatamente rilasciata per consentire alle banche di avere maggiori risorse al fine di assorbire le perdite e sostenere l'economia reale. A tal proposito, appare opportuno segnalare che, in data 26 aprile 2024, la Banca d'Italia ha stabilito di introdurre, per tutte le banche autorizzate in Italia, un *buffer* di capitale sistemico pari all'1,0% delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte nei confronti di soggetti residenti in Italia. Questo obiettivo sarà raggiunto in modo graduale: entro il 31 dicembre 2024 le banche dovranno costituire una riserva dello 0,5% delle esposizioni rilevanti, completando il restante 0,5% entro il 30 giugno 2025. Il SyRB si applicherà sia a livello consolidato che individuale. Per un approfondimento di tali questioni si rinvia a G. CATAPANO, L. DEL VECCHIO, M. GALARDO, G. GUERRA, I. PETRARCA, *Ampliare lo spazio macroprudenziale in Italia attraverso l'attivazione di una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Papers n. 848, aprile 2024; L. BONATO, M. MOLINARI, *Il rafforzamento dei buffer macroprudenziali rilasciabili nei paesi dello Spazio economico europeo*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza della Banca d'Italia*, n. 36, 2024, 1-9.

⁷ Come l'obbligo di riserva minima, i massimali sul coefficiente di copertura della liquidità (LCR) e i massimali per il coefficiente netto di finanziamento stabile (NSFR). Queste misure assicurano che le banche abbiano a disposizione una quantità sufficiente di liquidità per far fronte alle proprie esigenze di finanziamento a breve e lungo termine, riducendo così il rischio di insolvenza.

⁸ Si pensi ai massimali sul rapporto prestito/valore (LTV), ai massimali sul rapporto prestiti/debiti (LTI/DTI) e ai massimali al rapporto debito/servizio al reddito (DSTI). Queste misure limitano l'esposizione dei mutuatari al rischio finanziario e assicurano che i prestiti siano concessi in modo responsabile e sostenibile.

Allo stesso tempo, sul piano giuridico, all'Autorità Bancaria Europea è stato attribuito il potere di adottare atti «quasi-normativi»⁹, di portata generale così invasiva da aver recentemente imposto alla Corte di Giustizia dell'UE¹⁰ di riconoscere in capo ad essa un inevitabile ampliamento dei poteri di matrice discrezionale nello svolgimento dei compiti di regolazione e supervisione degli intermediari bancari, a tutto discapito della c.d. Dottrina Meroni¹¹. In effetti, ci sembra che l'attribuzione all'ABE (e in generale alle Autorità europee di vigilanza) di tali poteri discrezionali sia proprio ascrivibile all'emersione della regolamentazione macroprudenziale, che per sua intrinseca natura non può certo dirsi neutrale rispetto al mercato di riferimento¹².

Alla creazione di nuove Autorità volte a promuovere dinamiche cooperative per il governo del rischio¹³ si è così associata anche la crescente compenetrazione tra supervisione macroprudenziale, politica fiscale e monetaria¹⁴, che appare invero sempre più pervicace: un'innovativa e del tutto peculiare dimostrazione in questo senso ci pare

⁹ Cfr. D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in questa *Rivista*, 2023, II, 1-69.

¹⁰ Ci si riferisce in particolare alla sentenza della CGUE (Grande Sezione), 15 luglio 2021, *Fédération bancaire française (FBF) c. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*, Causa C-911/19, ECLI:EU:C:2021:599.

¹¹ *Ibidem*. Si rinvia a tale contributo per una lettura critica delle opportunità, delle criticità e dei rischi legati all'ampliamento dei poteri di rango discrezionale riconosciuti in capo all'ABE.

¹² Cfr. H. CHENET, J. RYAN-COLLINS, F. VAN LERVEN, *Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy*, in *Ecological Economics*, vol. CLXXXIII, 2021, 1-14, spec. 7.

¹³ Cfr. M. PASSALACQUA, *op.cit.*, Cap. V, cui si rinvia per un'analisi dettagliata di tali Autorità e delle funzioni ad esse attribuite, e D. VESE, *Unione bancaria e cooperazione nell'era della crisi. Alla ricerca di un modello politico organizzativo della governance bancaria multilivello*, in *Riv. trim. dir. Econ.*, 2022, 277 ss.

¹⁴ Per un approfondimento di tali aspetti, si veda *ex multis* A. MARTIN, C. MENDICINO, A. VAN DER GHOTE, *On the interaction between monetary and macroprudential policies*, ECB Working Papers Series, No. 2527, 2021; G. COZZI, M. DARRACQ PARIÈS, P. KARADI, J. KÖRNER, C. KOK, F. MAZELIS, K. NIKOLOV, E. RANCOITA, A. VAN DER GHOTE, J. WEBER, *Macroprudential policy measures: macroeconomic impact and interaction with monetary policy*, ECB Working Paper Series, No. 2376, 2020; O. BLANCHARD, G. DELL'ARICCIA, P. MAURO, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note SPM/10/03, 2010.

ravvisabile nella recente previsione di una forma di tassazione degli extra-profitti bancari¹⁵ operata dal legislatore italiano¹⁶.

Insomma, ci sembra che il rischio di contagio tra le varie componenti del sistema giuridico disciplinanti l'economia finanziaria europea¹⁷ sia imputabile anzitutto alla natura necessariamente non neutrale della regolamentazione macroprudenziale; di conseguenza, anche il rischio che, sotto il velo della propria indipendenza e tecnicità, le ESAs adottino pure scelte propriamente politiche¹⁸, appare l'ineludibile corollario dell'attribuzione alle stesse di competenze in materia di politica macroprudenziale.

In effetti, si è sostenuto che l'affermazione della regolamentazione macroprudenziale avrebbe dovuto rappresentare anche il superamento dell'ortodossia neo-liberale che aveva imperniato la regolazione finanziaria pre-crisi¹⁹. All'obiettivo dell'efficienza del mercato si sarebbe così dovuto affiancare il perseguimento di finalità sociali e di politiche redistributive²⁰, portando semmai a una riaffermazione del modello keynesiano e, più in generale, a un rinato interventismo

¹⁵ Sia consentito il rinvio a T. FAVARO, *Verso la regolazione economica degli extra-profitti bancari. Apparenze e realtà*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1, 2024, 10-39. Si consideri infatti che l'11 agosto 2023 la Banca centrale europea ha ricevuto da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano una richiesta di parere relativa al decreto-legge recante disposizioni urgenti a tutela degli utenti, in materia di attività economiche e finanziarie e investimenti strategici. Ciò in quanto la BCE è competente a formulare un parere in virtù degli articoli 127, paragrafo 4, e 282, paragrafo 5, del TFUE e dell'articolo 2, paragrafo 1, sesto trattino, della decisione del Consiglio 98/415/CE2, dacchè il decreto-legge riguarda, tra l'altro, disposizioni applicabili agli istituti finanziari nella misura in cui esse incidono in maniera significativa sulla stabilità degli istituti e dei mercati finanziari e sui compiti della BCE relativi alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, del Trattato.

¹⁶ Il riferimento è all'art. 26 del decreto-legge n. 104/2023, conv. con mod. dalla L. n. 136/2023.

¹⁷ M. ORTINO, *Il diritto dell'economia finanziaria europea e l'approccio pluralista alla regolazione*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1, 2019, 135-166.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ Cfr. in particolare G. DATZ, *The narrative of complexity in the crisis of finance: Epistemological challenge and macroprudential policy response*, in *New Political Economy*, vol. IXX, 4, 2013, 459-479.

²⁰ A. BAKER, *Macroprudential regimes and the politics of social purpose*, in *Review of International Political Economy*, vol. XXV, 3, 2015, 293-316.

pubblico²¹. Alcuni autori si sono spinti anche oltre, riconoscendo la necessità di associare alla regolamentazione macroprudenziale pure una connotazione morale ed etica²², ravvisando in essa una più generale politica di stabilizzazione sistemica a scopo sociale²³.

Tuttavia, secondo la dottrina e la letteratura economica ad oggi prevalente²⁴, il passaggio alla regolamentazione macroprudenziale non ha comportato quella trasformazione originariamente auspicata, in quanto l'espansione dei pubblici poteri nel governo del rischio bancario avrebbe dato luogo ad un'innovazione delle forme di intervento pubblico in senso meramente incrementale, e non certo radicale²⁵.

²¹ Cfr., *ex multis*, F. BLOCK, *Crisis and renewal: The outlines of a twenty-first century new deal*, in *Socio-Economic Review*, vol. IX, 1, 2011, 31-57; W. STREECK, *How to study contemporary capitalism?*, in *European Journal of Sociology*, 2012, vol. LIII, 1, 2012, 1-28.

²² V. in particolare V. MANZI, *Etica dei mercati e supervisione bancaria e finanziaria*, in I. SABBATELLI (a cura di), *Banche ed etica*, Padova, 2013, 153-162; F. MOLITERNI, *"Smania degli affari" e rischio sistemico: l'etica come componente della sana e prudente gestione*, *ivi*, 181 ss. Per un approfondimento del più generale rapporto tra etica e diritto bancario e finanziario, oltre al volume appena richiamato si rinvia in particolare a F. CAPRIGLIONE, *"Etica e finanza" alla luce della recente crisi finanziaria*, in P. DE CARLI (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Giuffrè, 2012, 101 ss.; ID., *Etica della finanza e finanza etica*, Roma-Bari, 1997; F. BELLÌ, *Finanza etica: una riflessione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, 3 ss.; R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 165 ss.; M. SEPE, *Impresa e finanza tra etica e profitto*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 45 ss.; E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere "banche etiche"? la nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2019, 188 ss.

²³ In tal senso, V. A. BAKER, *Macroprudential regimes and the politics of social purpose*, *cit.*

²⁴ V. in particolare T. CASEY, *How Macroprudential Financial Regulation Can save Neoliberalism*, in *The British Journal of Politics and International Relations*, vol. XVII, fasc. 2, 2015, 351-370; K. KONINGS, *Governing the system: Risk, finance, and neoliberal reason*, in *European Journal of International Relations*, vol. XXII, 2, 2016, 268-288.

²⁵ In questo senso, nella letteratura economica v. M. MOSCHELLA, E. TSINGOU (eds.), *Great Expectations, Slow Transformations: Incremental change in post-crisis regulation*, Colchester, ECPR Press, 2013; più di recente, A. BAKER, *Macroprudential regimes and the politics of social purpose*, in *Review of International Political Economy*, vol. XXV, fasc. 3, 2018, 293-316; ID., *Explaining*

In altre parole, il contenuto e lo scopo degli interventi pubblici previsti non sarebbero in grado di alterare il paradigma neo-liberale che ha connotato l'attività regolamentare pre-crisi, fondata sulla sostanziale fiducia nella capacità di autodisciplina del mercato: ne determinerebbero al massimo un emendamento ordoliberal²⁶, qualora non costituiscono addirittura una prosecuzione del neoliberalismo²⁷.

Se questo è lo stato dell'arte della letteratura in materia, a noi sembra invece che l'analisi sistematica degli interventi normativi e delle decisioni di vigilanza succedutisi negli ultimi anni possa portare a sostenere una tesi diametralmente opposta: non solo il principio di prevenzione permea di sé un nucleo sempre più esteso di competenze regolamentari, ma è addirittura il principio di precauzione a imporre un urgente ripensamento dei poteri attribuiti alle Autorità di vigilanza.

2. L'evoluzione dei poteri di supervisione bancaria alla luce del principio di prevenzione: tra regolazione "direttiva", pianificazione condivisa e programmazione condizionale

Ciò premesso, un primo indice del progressivo superamento del paradigma neo-liberale appare ravvisabile proprio nelle modalità di concreto esercizio di quei poteri di supervisione bancaria che risultano ascrivibili all'evoluzione del principio di prevenzione del rischio sistemico.

Ci sembra infatti che l'attività di prevenzione posta in essere dalle Autorità di supervisione si stia caratterizzando sempre più per la profusione di minuziosi atti di regolamentazione dalla valenza "direttiva" e fortemente conformativa, che paiono per certi versi richiamare i provvedimenti di regolazione in materia ambientale, dai

the stunted rise of macroprudential regulatory philosophies, in *Politik*, vol. XVI, 4, 2013, 35-43. Come noto, il concetto di innovazione c.d. "incrementale" fa riferimento ad un avanzamento del processo di cambiamento, mentre l'innovazione "radicale" comporta una vera e propria rottura con l'esistente: cfr. J.A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development. An Inquiry into Profits Capital Credit, Interest, and the Business Cycle*, Oxford, 1934.

²⁶ Cfr. M. THIEMANN, *Taming the Cycles of Finance? Central Banks and the Macro-prudential Shift in Financial Regulation*, Cambridge, 2024; K. KONINGS, *Governing the system: Risk, finance, and neoliberal reason*, cit.

²⁷ *Ibidem*.

quali il principio di prevenzione trae la propria originaria legittimazione²⁸.

Vari sono gli esempi, anche assai recenti, che possiamo richiamare a dimostrazione di tale tesi. A livello nazionale, un caso emblematico di siffatta tendenza ci pare rappresentato dal 48° aggiornamento della circolare 285²⁹, che ha modificato le metodologie per la misurazione del rischio di tasso di interesse relativo alle attività non appartenenti al portafoglio di negoziazione (IRRBB)³⁰. Esso contempla indicazioni puntuali sul trattamento di specifiche fattispecie – quali le obbligazioni pensionistiche e le operazioni di dimensioni contenute attinenti al portafoglio di negoziazione – e introduce soglie di materialità di natura quantitativa applicabili a tutti gli intermediari finanziari indipendentemente dalla metodologia di misurazione adottata, così andando ad eliminare i margini di flessibilità originariamente previsti. Il superamento di tali soglie comporta l’obbligo per gli enti di procedere a specifici affinamenti metodologici nella misurazione del rischio, in linea con le aspettative regolamentari definite a livello europeo³¹. Tale

²⁸ Si ravvisano in tal senso analogie con gli atti di regolazione in materia ambientale, cui attenta dottrina, in tempi ormai risalenti, ha già riconosciuto valenza direttiva: F. FONDERICO, *Voce “Tutela dell’Ambiente”*, vol. I, *Diritto amministrativo*, in *Enc. giur. Treccani*, 2007, 7 ss.

²⁹ Pubblicato il 20 giugno 2024. In particolare, esso modifica gli Allegati C e C-bis (“Allegati tecnici”) del Capitolo 1 (“Processo di controllo Prudenziale”) della Parte Prima, Titolo III della Circolare 285/2013.

³⁰ Si fa riferimento al rischio di tasso di interesse sul portafoglio bancario (*Interest Rate Risk arising from the Banking Book – IRRBB*), ovvero al rischio attuale o prospettico per il capitale e i ricavi della banca derivante da variazioni sfavorevoli dei tassi di interesse che incidono sulle posizioni detenute nel portafoglio bancario.

³¹ Si fa riferimento: 1) al Regolamento Delegato (UE) 2024/857 della Commissione del 1° dicembre 2023, che integra la direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano una metodologia standardizzata e una metodologia standardizzata semplificata per valutare i rischi derivanti da variazioni potenziali dei tassi di interesse che influiscano sia sul valore economico del capitale proprio che sui proventi da interessi netti delle attività di un ente diverse dalla negoziazione; 2) al Regolamento Delegato (UE) 2024/856 della Commissione del 1° dicembre 2023, che integra la direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano gli scenari prudenziali di *shock*, le ipotesi di modellizzazione e parametriche comuni e che cosa si intende per forte diminuzione; 3) agli orientamenti dell’EBA del 20 ottobre 2022,

atto prevede altresì soluzioni attuative dettagliate, introducendo nuovi parametri differenziati in base agli scenari ipotizzati sui tassi di interesse, così da garantire un adeguamento dei flussi di cassa alle dinamiche prospettiche.

A livello europeo, un esempio significativo è rappresentato dalle linee guida dell'ABE del 14 novembre 2024 che, per la prima volta, stabiliscono norme comuni dell'UE sui dispositivi di *governance* e sulle politiche, le procedure e i controlli che gli istituti finanziari dovrebbero porre in essere per conformarsi alle misure restrittive dell'Unione e nazionali³². L'ABE non si è limitata a emanare le suddette linee guida sulla base del mandato ad essa attribuito dall'art. 23 del regolamento (UE) 2023/1113³³, circoscritto ai casi in cui i prestatori di servizi di pagamento e i prestatori di servizi per le cripto-attività effettuano trasferimenti di fondi e di cripto-attività a norma del regolamento in parola³⁴. Ha invece ritenuto opportuno adottare, di propria iniziativa, un'ulteriore serie di orientamenti³⁵ destinati a tutte le istituzioni finanziarie soggette alla sua supervisione. Tali orientamenti hanno l'obiettivo di chiarire come le misure restrittive, le politiche e le procedure ad esse associate interagiscano con i più ampi quadri di *governance* e di gestione del rischio degli istituti finanziari, al fine di prevenire rischi operativi e giuridici per gli stessi e garantire l'efficace

emanati sulla base dell'articolo 84, paragrafo 6, della direttiva 2013/36/UE, che specificano i criteri per l'identificazione, la valutazione, la gestione e l'attenuazione del rischio derivante da variazioni potenziali dei tassi di interesse nonché per la valutazione e il monitoraggio del rischio derivante da variazioni potenziali dei differenziali creditizi, su attività diverse dalla negoziazione (*non-trading book activities*) degli enti (ABE/GL/2022/14).

³² Le misure restrittive sono definite nella Direttiva (UE) 2024/1226 del 24 aprile 2024, relativa alla definizione dei reati e delle sanzioni per la violazione delle misure restrittive dell'Unione, che modifica anche la Direttiva (UE) 2018/1673. Queste misure sono state sviluppate, e continuano a essere perfezionate, dagli Stati membri, dall'UE e da altre giurisdizioni internazionali competenti, con l'obiettivo di salvaguardare i valori dell'UE, mantenere la pace e la sicurezza internazionali e promuovere la democrazia, lo stato di diritto e i diritti umani.

³³ Regolamento (UE) 2023/1113 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2015/849.

³⁴ EBA/GL/2024/15.

³⁵ EBA/GL/2024/14. Entrambe le serie di linee guida si applicano a partire dal 30 dicembre 2025.

attuazione delle misure restrittive. Le linee guida non si limitano a richiedere l'analisi dell'esposizione alle misure restrittive, ma definiscono con precisione cosa analizzare (rischi geografici, rischi legati ai clienti, rischi legati ai prodotti e ai servizi, ecc.), come condurre l'analisi (ad esempio, usando fonti informative diversificate) e quando aggiornarla (annualmente o in occasione di eventi specifici). Questa granularità normativa impone un elevato grado di conformità operativa. Inoltre, l'ABE impone un approccio coordinato a livello di gruppo bancario, garantendo uniformità metodologica ma adattabilità locale.

Tali innovazioni, caratterizzate da un elevato grado di analiticità e da una capacità incisiva di orientare le prassi degli intermediari, paiono allora consolidare una traiettoria evolutiva in cui la funzione di supervisione bancaria si manifesta non più soltanto quale meccanismo reattivo di controllo *ex post*, bensì come uno strumento di intervento normativo anticipatorio e fortemente conformativo, volto a garantire la resilienza e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Un'ulteriore conferma di tale evoluzione del principio di prevenzione ci sembra ravvisabile nella graduale adozione di modelli *top-down* di vigilanza anche laddove si era invece tradizionalmente utilizzato un approccio meramente *bottom-up*.

Si pensi ad esempio allo *stress test*³⁶ condotto dall'EBA nel 2023 per permettere ai supervisori di valutare la resilienza delle banche europee. Nel caso di specie, l'Autorità europea ha deciso di adottare un quadro ibrido che, pur mantenendo il tradizionale approccio *bottom-up*, ha previsto per la prima volta la fornitura di proiezioni per il reddito netto da commissioni (*Net Fee and Commission Income – NFCI*)³⁷ basate su

³⁶ Per una lucida e approfondita analisi dell'utilizzo degli *stress test* come strumento regolatorio espressivo del principio di prevenzione si rinvia a V. BEVIVINO, *Gli stress test bancari. Inquadramento e regolazione*, Padova, 2022. V. anche F. CAPRIGLIONE, *Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia*, in *Contr. impr.*, 2015, 43 ss.

³⁷ Come dichiarato dalla stessa Autorità, tale innovazione deriva dalla decisione di passare gradualmente ad una metodologia ibrida – e, quindi, basata non più solamente sui dati interni raccolti e forniti dalle banche stesse, ma anche su modelli di supervisione dall'alto sviluppati dall'EBA – nella creazione delle proprie previsioni. Per approfondimenti, si rinvia a EBA, *Annual Report Year 2023*, EBA/REP/2024/08 maggio 2024, disponibile al link: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-05/c02ea865-9ac3-4139-8ba7-68de26253878/Part%20Iof%202023%20Annual%20Report.pdf>, 16.

modelli *top-down* di supervisione, tipici semmai dell'esperienza Statunitense³⁸. Inoltre, è stata inclusa una maggiore quantità di informazioni riguardanti l'allocazione settoriale delle perdite su crediti, un segnale dell'intento dell'Autorità di perfezionare e rafforzare la propria supervisione in un contesto macroeconomico e geopolitico sempre più incerto, consolidando così il suo ruolo di guida normativa. In effetti, come è stato osservato³⁹, una delle caratteristiche più interessanti di questi *stress test* è proprio la loro struttura adattabile e programmabile, che consente di superare i limiti della regolazione derivanti dalla complessità e dalla dinamicità del sistema finanziario.

Ma, in maniera ancor più significativa, ci sembra che la supervisione prudenziale stia assumendo la forma di quello strumento cardine del diritto pubblico dell'economia che, sin dall'origine, ha rappresentato il mezzo principale per l'attuazione del principio di prevenzione: il piano⁴⁰. Ed è proprio il crescente ricorso alla pianificazione a costituire, a nostro avviso, il segnale più evidente del progressivo abbandono del paradigma neoliberale.

È infatti evidente che il modulo pubblicistico principale con cui le autorità amministrative di vigilanza e risoluzione affrontano la preparazione alle crisi finanziarie in ambito bancario è oggi rappresentato dai piani di risanamento (c.d. *recovery plans*)⁴¹, previsti

³⁸ Per un confronto tra l'approccio *bottom-up* e quello *top-down* nella conduzione delle prove di stress in Europa e negli Stati Uniti si rinvia a V. BEVIVINO, *op.cit.*, 26 ss.

³⁹ V. BEVIVINO, *op. cit.*, 99 e, più diffusamente, Cap. IV.

⁴⁰ A tal proposito, v. di recente M. DELSIGNORE, *Voce "Ambiente"*, in B.G. MATTARELLA, M. RAMAJOLI (a cura di), *Enciclopedia del diritto, vol. III: Funzioni amministrative*, Milano, 2022, 46 ss. e in partt. 64 ss.

⁴¹ Per un approfondimento in dottrina, si rinvia in particolare a O. CAPOLINO, *Banking recovery and resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in *Rapporto sull'attività di ricerca condotta nell'ambito del PRIN 2010-2011*, Siena, 2016, 1 ss.; ID., *The Single Resolution Mechanism: Authorities and Proceedings*, in M.P. CHITI - V. SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, London, Palgrave-McMillan, 2019, 247 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logica di mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2017, 102-173; M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di early intervention*, in *Federalismi.it*, 2, 2018; L. SCIPIONE, *La pianificazione del risanamento e della risoluzione*, in M. P. CHITI - V. SANTORO (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 422 ss.; G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della*

dalla *Banking Recovery and Resolution Directive* (BRRD)⁴² quali mezzi di intervento precoce e di matrice preventiva volti alla salvaguardia dell'interesse pubblico sotteso alla stabilità del mercato finanziario⁴³.

A tal proposito, è stato osservato che la normativa europea in materia di crisi bancarie è stata ispirata da posizioni liberiste, in quanto aspira «a un modello di mercato in mano prevalentemente privata e si preoccupa essenzialmente di “prevenire” la crisi degli enti creditizi»⁴⁴. Tuttavia, se ciò può sicuramente dirsi con riferimento alla direttiva in parola, ci sembra che la cogenza di tale considerazione potrebbe forse sfumare qualora si consideri la concreta disciplina dei *recovery plans*⁴⁵. In effetti, il contenuto di tali piani di recupero appare sempre più minuziosamente vincolato da forme di eteroregolazione pubblicistica.

A mero titolo esemplificativo, si consideri che, nel luglio 2023, l'EBA ha pubblicato le linee guida definitive sulla capacità complessiva di recupero (*Overall Recovery Capacity – ORC*)⁴⁶, volte a stabilire un quadro coerente per la determinazione di tale indicatore da parte delle

risoluzione bancaria, Bari, Cacucci, 2018; ID., *L'Unione Bancaria Europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015.

⁴² Disciplinati nell'ordinamento bancario italiano ai sensi degli artt. 69-ter ss. del TUB.

⁴³ Cfr. V. TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, in *Open rev. manag. bank. fin.*, 2015, 1 ss., ove si afferma che la funzione dei *recovery plans* è appunto duplice: da un lato, questi mirano «at establishing a credible recovery and resolution framework for credit institutions, in order to prevent to the extent possible the need to intervene with rescues of credit institutions using taxpayer funds». Dall'altro, siffatti piani di risanamento hanno lo scopo di stabilizzare la situazione finanziaria di una banca.

⁴⁴ In questo senso si esprime M. RABITTI, *Tutela del risparmio: risoluzione bancaria e diritti risarcitori degli azionisti*, in *Studi Economico-Giuridici*, 1, 2023, 177-198 e spec. 180.

⁴⁵ Considerazioni per certi versi analoghe valgono anche per i c.d. piani di risoluzione.

⁴⁶ EBA, *Orientamenti in materia di capacità globale di risanamento nella pianificazione del risanamento*, EBA/GL/2023/06, 19.07.2023, disponibile al link: <https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/recovery-resolution-and-dgs/guidelines-overall>. Gli orientamenti si applicano a decorrere dal 11.01.2024. L'ORC è ritenuta un elemento chiave nella pianificazione del recupero, in quanto fornisce un'indicazione della capacità complessiva dell'istituzione di ripristinare la propria posizione finanziaria a seguito di un significativo deterioramento della propria situazione.

istituzioni nei loro piani di recupero e la rispettiva valutazione da parte delle Autorità competenti. Con l'obiettivo di armonizzare le pratiche osservate per la determinazione e la valutazione della capacità globale di risanamento, e dunque migliorare l'utilizzabilità dei piani di recupero rendendo più efficace la preparazione alle crisi, l'Autorità disciplina in maniera piuttosto analitica i fattori generali per la valutazione della credibilità e della fattibilità delle opzioni di risanamento, nonché le modalità di calcolo della «capacità di risanamento specifica per lo scenario», selezionando anche gli indicatori dei piani di risanamento⁴⁷ che devono essere presi in considerazione dagli enti e indicando i fattori vincolanti aggiuntivi di cui gli stessi devono tener conto nell'aggiustamento delle opzioni di risanamento. Al contempo, le linee guida forniscono precise indicazioni su come le autorità competenti dovrebbero esaminare le valutazioni e i calcoli effettuati dagli enti.

Il ruolo dell'EBA nella pianificazione del risanamento in generale e nei *recovery plans* in particolare riveste dunque una cruciale rilevanza. Poiché la stessa è competente ad elaborare progetti di norme tecniche di attuazione e di regolamentazione ai sensi dell'art. 4, par. 11 e dell'art. 5, par. 10, direttiva BRRD, sembra infatti che il piano sia in grado di strumentalizzare e funzionalizzare «il potere delle autorità di supervisione e risoluzione verso forme e modi di intervento che permettono di veicolare gli stessi interessi sulla governance bancaria, in vista della protezione delle sfere individuali e collettive implicate nella regolazione amministrativa»⁴⁸.

Nella specie, appare particolarmente significativo evidenziare come, nel caso in cui le Autorità competenti rilevino ostacoli alla risoluzione delle crisi durante la fase di pianificazione, esse abbiano il potere di richiedere alle banche coinvolte di adattare le proprie strutture giuridiche o operative. Questo intervento mira a garantire che la risoluzione sia fattibile con gli strumenti disponibili, senza compromettere le funzioni essenziali della banca o mettere a rischio la

⁴⁷ V. a tal proposito l'allegato II («Elenco minimo degli indicatori dei piani di risanamento») degli orientamenti dell'ABE sugli indicatori dei piani di risanamento ai sensi dell'articolo 9 della direttiva 2014/59/UE (EBA/GL/2021/11).

⁴⁸ Così ritiene D. VESE, *Gli interessi pubblici nelle crisi bancarie*, Padova, 2024, 123.

stabilità finanziaria, evitando nel contempo di generare costi aggiuntivi per i contribuenti⁴⁹.

A ciò si associano gli strumenti di *early intervention* che la BRRD affida alle autorità di supervisione⁵⁰, le quali hanno anche il potere di verificare che le azioni di risanamento previste dal piano garantiscano tempestività e vastità di azioni tali da raggiungere l'obiettivo senza produrre effetti negativi sul sistema finanziario; inoltre, qualora riscontrino mancanze nel piano presentato dall'ente, esse possono imporre a quest'ultimo di presentare entro mesi un nuovo piano che recepisca le modifiche richieste.

Ecco allora che, sebbene tali piani siano stati recentemente definiti come un «articolato esercizio di autoregolamentazione»⁵¹, essi appaiono semmai riconducibili a una forma di «pianificazione condivisa» tra Autorità e intermediario, che pare piuttosto assimilabile a una forma di programmazione condizionale⁵², posto che – per rispondere al requisito della stabilità – gli intermediari sono soggetti a «*direttive anticipate* volte ad assicurare il ripristino di condizioni patrimoniali» in caso di «deterioramento delle medesime»⁵³. Si tratta allora di una forma di concreto esercizio del potere che travalica quello tipicamente associabile al *Regulatory State*, in quanto volto a conformare anche in maniera finalistica i piani redatti dagli intermediari.

⁴⁹ In questo senso si esprime L. SCIPIONE, *La pianificazione del risanamento e della risoluzione*, in M. P. CHITI – V. SANTORO (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, 422.

⁵⁰ Per un approfondimento, si rinvia a L. SCIPIONE, *La pianificazione del risanamento e della risoluzione*, cit.

⁵¹ G. BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria Europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, 81 ss.

⁵² Nel senso del termine riconosciuto da M. PASSALACQUA, *Numquam nego, rado adfirma: il rinnovato intervento dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2021, 55-78.

⁵³ Cfr. D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Collana «Studi di Diritto dell'Economia», Milano, 2017, 71.

3. *Rischi climatici e supervisione bancaria: verso una piena valorizzazione del principio di precauzione?*

Ad un'analisi maggiormente approfondita, lo strumento del piano appare idoneo a rappresentare un'espansione significativa dei poteri pubblici di supervisione bancaria che è riconducibile non solo al principio di prevenzione, ma – in maniera assai più incisiva – a quello di precauzione.

È noto che, ad oggi, quest'ultimo non ha dato luogo ai poteri di intervento originariamente auspicati, essendo volto anzitutto a giustificare la creazione di nuove organizzazioni amministrative per il governo del rischio sistemico⁵⁴. In effetti, le Autorità poste a tutela del mercato bancario adottano ancora un approccio marcatamente *risk-based* che risponde più alle logiche della prevenzione⁵⁵, e dunque alla tradizionale protezione dai pericoli, piuttosto che a quelle della precauzione, la quale concerne invece l'amministrazione di pericolo⁵⁶.

⁵⁴ Per un'ampia disamina di tali aspetti, si rinvia a M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, op.cit., Cap. V.

⁵⁵ Come ben ricordato da S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Padova, 2016, 63, «La distinzione tra (principio di) precauzione e (principio di) prevenzione varia, come'è intuibile, a seconda dei settori – oggetto di regolazioni di diritto amministrativo – cui essi si riferiscono (...)». Per un approfondimento di tali principi nelle varie regolazioni, si rinvia in particolare a F. DE LEONARDIS, *Il principio di precauzione nell'amministrazione di rischio*, Milano, 2005; FA. BARONE, *Il diritto del rischio*, Milano, 2006; D. BEVILACQUA, *I limiti della scienza e le virtù della discrezionalità: il principio di precauzione nel diritto globale*, in G. DELLA CANANEA (a cura di), *I principi dell'azione amministrativa nello spazio giuridico globale*, Napoli, 2007; R. LOMBARDI, *La tutela delle posizioni giuridiche meta-individuali nel processo amministrativo*, Torino, 2008; R. FERRARA, *Il principio di precauzione e il "diritto della scienza incerta": tra flessibilità e sicurezza*, in *Rivista giuridica di urbanistica*, 2020, 14 ss.; F. FOLLIERI, *Precauzione, prevenzione e legalità nell'emergenza da Covid-19*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2, 2020, 81 ss.; M. CECCHETTI, *Diritto ambientale e conoscenze scientifiche tra valutazione del rischio e principio di precauzione*, in *federalismi.it*, 2022; M. RENNA, *Il principio di precauzione e la sua attuabilità*, in *Forum di Quaderni Costituzionali*, 3, 2023, 223 ss.

⁵⁶ Come ricordato da M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, op.cit., 55, «la precauzione è un principio generale cui deve ispirarsi l'azione amministrativa, e dunque anche l'attività

Infatti, mentre la prevenzione opera nei confronti di un rischio certo e tipizzato, che viene assimilato al pericolo e quindi rimesso alla gestione all'azione preventiva senza la necessaria adozione di ulteriori criteri precauzionali, nel senso di prudenziali, «la precauzione tende ad “imporre” in una decisione, presa in condizioni di incertezza a fronte di giudizi scientifici contrastanti, l'adozione di un comportamento ispirato alla prudenza, in cui si sposano le ragioni “dell'opinione scientifica più cauta, privilegiando la sicurezza rispetto al rischio”, purchè vi sia una probabilità scientificamente sostenibile di danno potenziale»⁵⁷.

Ebbene, questo approccio ha connotato anche i numerosi recenti interventi di ABE, Banca d'Italia e BCE volti a regolare rischi «inediti ed eccentrici»⁵⁸ rispetto ai tradizionali rischi finanziari, come quelli legati al clima⁵⁹: si fa riferimento ai c.d. *Climate-Related Financial Risks* – CRFR, anch'essi di natura sistemica⁶⁰.

In particolare, l'attività delle *Authorities* si è ad oggi concretizzata nell'analisi degli scenari e *stress test* sia micro che macroprudenziali a

amministrativa di prevenzione (...). Si deve, tuttavia, dedurre che l'attività di prevenzione abbia una portata più ampia della precauzione, destinata a comprendere quest'ultima».

⁵⁷ *Ibidem*, 56.

⁵⁸ Come li definisce G.L. GRECO, *Per una lettura alternativa della proporzionalità nella regolazione*, in A. BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa e sviluppo economico. Atti del convegno in memoria del Prof. Franco Belli tenutosi a Siena il 4-5 maggio 2023*, Milano, 2023, 132.

⁵⁹ Per una recente ricostruzione di tali atti si rinvia in particolare a M. IRRERA, *Intermediari bancari e finanziari versus rischi climatici e ambientali: una relazione complessa*, in P. MARCHETTI, S.P. ROSSI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, M. VENTORUZZO (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica. Atti del convegno internazionale di studi tenutosi a Venezia, 10-11 novembre 2023*, Milano 2024, 711 ss.

⁶⁰ Si vedano a tal proposito le considerazioni racchiuse in un recente studio commissionato dalla BCE: T. EMAMBAKHS, M. FUCHS, S. KORDEL, C. KOURATZOGLU, C. LELLI, R. PIZZEGHELLO, C. SALLEO, M. SPAGGIARI, *The Road to Paris: Stress Testing the Transition Towards a Net-Zero Economy. The energy transition through the lens of the second ECB economy-wide climate stress test*, ECB Occasional Paper Series No. 328/2023. Cfr. anche F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) “aspettative”?*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, 1252 ss.

fronte di una previa valutazione dei c.d. rischi “fisici”⁶¹ e “di transizione”⁶² prima di intraprendere azioni correttive per gestirli⁶³. L’approccio regolatorio finora adottato si è allora principalmente concentrato su strategie correttive di mercato, fondate sulla trasparenza e la condivisione delle informazioni al fine di garantire una misurazione accurata di tali rischi.

Tale circostanza ha portato anche la dottrina italiana più recente⁶⁴ a escludere la possibilità di interpretare questi interventi regolatori come espressione di una forma di neo-istituzionalismo, in quanto la loro concreta efficacia appare riconducibile più alla *moral suasion* che

⁶¹ Essi sono definiti come le potenziali perdite finanziarie derivanti dall’impatto diretto o indiretto dei cambiamenti climatici e del degrado ambientale sulle attività economiche. Tali rischi includono sia eventi estremi (rischi fisici acuti) come alluvioni, tempeste e ondate di calore, sia cambiamenti climatici gradualmente e persistenti (rischi fisici cronici), quali l’innalzamento del livello del mare e l’aumento delle temperature medie. Per un approfondimento di tale nozione si rinvia a BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, disponibile al link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>.

⁶² Si riferiscono alle perdite finanziarie che possono derivare dal processo di adattamento verso un’economia sostenibile e a basse emissioni di carbonio. Essi comprendono i rischi connessi alle politiche climatiche e ambientali, i progressi tecnologici, nonché i cambiamenti nelle preferenze di consumatori e investitori.

⁶³ Per un approfondimento di tali aspetti si rinvia in particolare ai seguenti rapporti: BCE, *The importance of being transparent. A review of climate-related and environmental risks disclosures practices and trends. Results of the 2022 supervisory assessment of institutions’ climate-related and environmental risks disclosures*, Aprile 2023; ECB, *Walking the talk. Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation. Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks*, novembre 2022; ECB, *Good practices for related and environmental risk management. Observations from the 2022 thematic review*, novembre 2022; ECB, *Report on banks’ progress towards transparent disclosure of their climate-related and environmental risk profiles. Supervisory assessment of institutions’ climate-related and environmental risks disclosures*, marzo 2022; ECB, *Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*, novembre 2020; EBA, *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, EBA/REP/2023/34, ottobre 2023; FSB, *Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks, final report*, ottobre 2022.

⁶⁴ M. IRRERA, *op.cit.*, 715.

all'imposizione di specifici obblighi di adeguamento dell'attività ai migliori *standard* ambientali⁶⁵.

A ben vedere, tuttavia, i CRFR sono caratterizzati da un grado di incertezza radicale⁶⁶ e risultano inestricabilmente legati alle decisioni di politica economica. Si distinguono inoltre da altri rischi sistemici per le peculiari caratteristiche che li connotano⁶⁷. Del resto, è evidente che già lo stesso rischio di transizione è soggetto a livelli considerevoli di incertezza, proprio a causa dei fattori umani e comportamentali in gioco.

Proprio nella consapevolezza delle implicazioni in termini di stabilità finanziaria sottese a tali rischi, si è allora recentemente provveduto all'istituzione di una nuova organizzazione amministrativa per il governo di tale rischio: nel 2017 è stata infatti creata una Rete per la Finanza Verde (*Network for greening the financial system – NGFS*)⁶⁸. Essa riunisce banche centrali, autorità di supervisione finanziaria e organizzazioni internazionali, ponendosi come obiettivo

⁶⁵ Del resto, e più in generale, è la natura non giuridicamente vincolante delle linee guida – alle quali gli Stati membri non sono obbligati ad aderire, potendo discostarsene attraverso il meccanismo del *comply or explain* – a sollevare interrogativi sulla loro effettiva capacità conformativa: v. F. SARTORI, *Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario. Note introduttive*, in M. PERASSI, M. RABITTI, F. SARTORI, V. TROIANO (a cura di), *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti del convegno Banca d'Italia – ADDE, Roma, 11-12 dicembre 2023*, in *Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 100, marzo 2024, 22.

⁶⁶ Come recentemente evidenziato anche in un rapporto pubblicato congiuntamente dalla Banca dei Regolamenti Internazionali insieme alla Banca di Francia: v. P. BOLTON, M. DESPRES, L.A. PEREIRA DA SILVA, F. SAMAMA, R. SVARTZMAN, *The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change*, 2020, disponibile all'indirizzo: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>.

⁶⁷ Per un'analisi di tali aspetti, si rinvia a S. GRUNEWALD, *Macroprudential policies and climate risks*, European Banking Institute Working Paper Series, No. 133, 2023. Cfr. anche S. GRUNEWALD, G. KNIJP, D. SCHOENMAKER, R. VAN TILBURG, *Embracing the Brave New World: A Response to Demekas and Grippa*, in *Journal of Financial Regulation*, 10, 2024, 127-134; H. CHENET, J. RYAN-COLLINS, F. VAN LERVEN, *cit.*; M. AGLIETTA, E. ESPAGNE, *Climate and finance systemic risks: more than an analogy? The climate fragility hypothesis*, CEPII Working Paper, 2016; D. SCHOENMAKER, R. VAN TILBURG, H. WIJFFELS, *What role for financial supervisors in addressing systemic environmental risks?*, Sustainable Finance Lab working paper, 2015.

⁶⁸ Per maggiori dettagli si rinvia al link: <https://www.ngfs.net/en>.

centrale l'integrazione dei rischi climatici nei processi di gestione e regolamentazione finanziaria. Attraverso il sostegno allo sviluppo di strumenti innovativi e mercati sostenibili, si propone di promuovere la finanza verde e di favorire il dialogo e la condivisione di buone pratiche tra le istituzioni coinvolte. Al contempo, mira a contribuire concretamente al raggiungimento degli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi, assumendo così un ruolo strategico nel rafforzare la resilienza del sistema finanziario globale di fronte alle sfide poste dai cambiamenti climatici e nel guidare la transizione verso un modello economico caratterizzato da basse emissioni di carbonio.

Ciò posto, dall'analisi della recente Direttiva (UE) 2024/1619⁶⁹, che ha modificato la ben nota Direttiva 2013/36/UE (CRD IV), ci sembra di poter ravvisare un'ulteriore innovazione che, per quanto ben meno evidente, risulta assai rilevante ai fini della presente indagine. Infatti, questa novella normativa non si limita a imporre agli enti creditizi la predisposizione di un ulteriore strumento di pianificazione prudenziale, ma riconosce in capo alle autorità di supervisione un potere di conformazione così invasivo da apparire riconducibile al principio di precauzione piuttosto che di prevenzione.

Quanto al primo profilo, si stabilisce⁷⁰ infatti che l'organo di gestione degli enti creditizi debba elaborare piani specifici per affrontare i rischi finanziari derivanti (nel breve, medio e lungo termine) da fattori ambientali, sociali e di *governance*, compresi i *trend* di transizione verso gli obiettivi normativi pertinenti dell'Unione e degli Stati membri – come delineati nell'Accordo di Parigi, nel Regolamento (UE) 2021/1119, nel pacchetto *Fit for 55* e nel quadro globale sulla biodiversità post-2020, nonché verso gli obiettivi normativi e legali dei paesi terzi rilevanti per le istituzioni attive a livello internazionale⁷¹ –,

⁶⁹ Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che modifica la Direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*.

⁷⁰ Modificando in tal senso l'art. 76, par. 2, della Direttiva 2013/36/UE.

⁷¹ V. in tal senso anche il Considerando n. 40, ove si prevede che «(...) Agli enti dovrebbe essere imposto di valutare la coerenza dei loro portafogli con l'ambizione dell'Unione di diventare climaticamente neutra entro il 2050 e di prevenire il degrado ambientale e la perdita di biodiversità. Gli enti dovrebbero avere l'obbligo di definire piani specifici per gestire i rischi finanziari derivanti, a breve, medio e lungo termine,

anche tenendo conto delle ultime relazioni e misure prescritte dal comitato consultivo scientifico europeo sui cambiamenti climatici in relazione al conseguimento degli obiettivi climatici dell'Unione⁷². I profili di responsabilità dell'organo di gestione riguardano dunque sempre più, oltre agli eventi direttamente connessi all'esercizio dell'attività bancaria, anche *trend* globali e obiettivi normativi di lungo periodo, che trascendono i tradizionali fini del profitto e della stabilità finanziaria.

Dall'altro lato, si prevede che le Autorità competenti valutino, nell'ambito delle loro attività di vigilanza, in che misura gli enti siano esposti a rischi ambientali, sociali e di *governance*, e se dispongano di politiche di gestione e azioni operative adeguate, allineate agli obiettivi e traguardi stabiliti nei loro piani prudenziali, in coerenza con gli impegni di sostenibilità dichiarati nel contesto del processo di transizione verso la neutralità climatica entro il 2050.

In particolare, si evidenzia la necessità che le Autorità competenti siano autorizzate a rafforzare gli obiettivi, le misure e le azioni dei piani prudenziali delle istituzioni qualora vengano ritenuti insufficienti ad affrontare i rischi ESG nei periodi di breve, medio e lungo termine, e possano in tal senso comportare rischi significativi per la loro solvibilità⁷³. Nella specie, sulla base del presupposto per cui la natura

dai fattori ambientali, sociali e di *governance*, incluso dalle tendenze in ordine alla transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi normativi dell'Unione e degli Stati membri, ad esempio come stabilito dall'accordo di Parigi, dal regolamento (UE) 2021/1119, dal pacchetto "Pronti per il 55 %" e dal quadro globale Kunming-Montreal in materia di biodiversità nonché, ove pertinente per gli enti attivi a livello internazionale, nel contesto degli obiettivi giuridici e normativi dei paesi terzi. Agli enti dovrebbe essere imposto di disporre di solidi dispositivi di *governance*, di processi interni per la gestione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* e di strategie approvate dai loro organi di gestione che tengano conto dell'impatto non solo presente ma anche futuro dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (...)).

⁷² A ben vedere, i c.d. "piani di transizione" non sono previsti solo dalla Direttiva in parola, così come non sono imposti unicamente agli enti creditizi e finanziari. Ad esempio, il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, che recepisce la Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (c.d. CSRD) impone a grandi imprese, società quotate e altri soggetti rilevanti l'obbligo di rendicontare il piano di transizione climatica: quest'ultimo, lungi dal rappresentare un mero strumento di rendicontazione, finisce per costituire un vero e proprio piano d'azione strategico e operativo per la gestione e la *governance* dei rischi climatici.

⁷³ V. Considerando n. 39 della Direttiva (UE) 2024/1619.

prospettica dei rischi ESG risulta tale da far sì che l'analisi di scenario e le prove di *stress*, insieme ai piani per affrontare tali rischi, si rivelino strumenti di valutazione particolarmente informativi, si riconosce espressamente la necessità di attribuire all'EBA anche il potere di sviluppare criteri uniformi per il contenuto dei piani al fine di affrontare tali rischi, nonché per la definizione degli scenari e l'applicazione dei metodi di prova di *stress*⁷⁴.

Tant'è che, pure laddove gli istituti rendano noti i propri obiettivi e impegni di sostenibilità nell'ambito di altri quadri di sostenibilità obbligatori o volontari, tali obiettivi e impegni devono essere coerenti anche con i piani specifici per affrontare i rischi ESG, al fine di consentire alle autorità competenti di valutare, attraverso la propria attività di vigilanza, in che misura gli istituti affrontano i suddetti rischi e abbiano politiche di gestione e azioni operative di accompagnamento che si riflettano negli obiettivi e nelle tappe fondamentali stabilite nei loro piani prudenziali, e che siano coerenti con gli impegni di sostenibilità comunicati nel contesto del processo di adeguamento verso la neutralità climatica entro il 2050⁷⁵. Spetta poi alle autorità competenti valutare la solidità di tali piani nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale e rafforzare le misure e le azioni dei piani

⁷⁴ Viene infatti inserito l'art. 87 *bis* nella Direttiva CRD IV. In particolare, tale articolo al par. 5 prevede che, entro il 10 gennaio 2026, l'ABE emani orientamenti per specificare: «a) le norme minime e metodologie di riferimento per l'identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ambientali, sociali e di governance; b) il contenuto dei piani da elaborare a norma dell'articolo 76, paragrafo 2, che comprendono calendari specifici e obiettivi e traguardi intermedi quantificabili, al fine di monitorare e affrontare i rischi finanziari derivanti dai fattori ambientali, sociali e di governance, compresi quelli derivanti dal processo di aggiustamento e dalle tendenze di transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi normativi e atti giuridici dell'Unione e degli Stati membri in relazione ai fattori ambientali, sociali e di governance, in particolare l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica, nonché, ove pertinente per gli enti attivi a livello internazionale, nel contesto degli obiettivi giuridici e normativi dei paesi terzi; c) criteri qualitativi e quantitativi per la valutazione dell'impatto dei rischi ambientali, sociali e di governance sul profilo di rischio e sulla solvibilità degli enti a breve, medio e lungo termine; d) criteri per stabilire gli scenari di cui al paragrafo 3, ivi compresi i parametri e le ipotesi da utilizzare in relazione a ciascuno degli scenari, dei rischi specifici e degli orizzonti temporali».

⁷⁵ V. Considerando n. 41 della Direttiva (UE) 2024/1619.

prudenziali degli istituti qualora questi siano considerati insufficienti per affrontare i rischi ESG anche nel lungo termine.

Si prevede inoltre che, per integrare in modo stabile e coerente i rischi ambientali, sociali e di governance nelle prove di stress della vigilanza, l'ABE, l'EIOPA e l'ESMA sviluppino congiuntamente orientamenti per garantire metodologie comuni e approcci coerenti. L'ABE, avrà inoltre il compito di pubblicare orientamenti sull'inclusione uniforme di questi rischi nel processo di revisione e valutazione prudenziale. Emergono così nuove modalità di coordinamento tra le Autorità di vigilanza, che vanno oltre quelle originariamente previste per il rischio sistemico.

Ci sembra allora che il rafforzamento del principio di precauzione emerga chiaramente da questa impostazione, posto che le autorità di vigilanza non solo monitorano l'esposizione agli rischi ESG ma hanno anche il potere di intervenire direttamente per garantire che le istituzioni adottino piani e politiche adeguate a realizzare fini che sono di politica economica, prima ancora che di regolazione.

4. *Conclusioni*

L'analisi fin qui condotta dovrebbe aver permesso di dimostrare come l'odierna evoluzione dei pubblici poteri di supervisione bancaria alla luce dei principi di precauzione e prevenzione rappresenti un'innovazione radicale, tale da recidere nettamente il legame con il paradigma neo-liberale che ha connotato l'attività regolamentare pre-crisi.

Alla luce delle novelle normative richiamate e del quadro regolamentare esaminato, ci sembra infatti evidente che il principio di prevenzione stia trasformando l'architettura della supervisione bancaria, spostandola verso un modello di regolamentazione più prescrittivo e diretto, orientato alla mitigazione proattiva del rischio sistemico. Al contempo, e in maniera ancor più incisiva, ci sembra che il piano non possa più essere inteso come un mero strumento di autoregolamentazione privata, essendo piuttosto configurabile quale strumento di pianificazione condivisa tra Autorità e intermediario, per certi versi addirittura assimilabile a una forma di programmazione condizionale.

V'è di più; esso diviene lo strumento con cui l'Autorità di vigilanza può perseguire essa stessa obiettivi di politica ambientale, sociale ed economica, volti a favorire la transizione sostenibile. Ciò in quanto il piano diviene pure il mezzo con cui l'Autorità monitora e gestisce non solo i rischi *finanziari* derivanti (nel breve, medio e lungo termine) da fattori ambientali, sociali e di *governance*, bensì, in maniera assai più generale, anche i *trend* di transizione verso gli obiettivi normativi pertinenti – non solo dell'Unione e degli Stati membri, ma addirittura dei paesi terzi rilevanti per le istituzioni attive a livello internazionale – come delineati in quelli che sono sì veri e propri atti di programmazione economica: vengono infatti richiamati espressamente l'Accordo di Parigi, il Regolamento (UE) 2021/1119, e, soprattutto, il pacchetto *Fit for 55*, nonché il quadro globale sulla biodiversità post-2020⁷⁶.

Del resto, come anticipato, è il diritto ambientale – da cui il principio di prevenzione e precauzione deriva la propria origine – a dimostrarci ormai da anni che lo strumento della pianificazione condivisa è quello maggiormente idoneo a conseguire queste finalità a lungo termine. Ciò in quanto tale mezzo appare, tra tutti, quello più in linea con i principi previsti a livello internazionale nella Convenzione di Aarhus del 25 giugno 1998, ratificata in Italia e fatta propria anche dal legislatore europeo⁷⁷, perché consente il giusto equilibrio tra l'individuazione in maniera specifica della strategia a lungo termine da perseguire e i necessari margini di discrezionalità e flessibilità che tali mutamenti impongono. Ecco allora che, per conseguire la transizione ecologica⁷⁸,

⁷⁶ Per un'efficace analisi degli interventi normativi in materia finanziaria volti a promuovere la transizione ecologica mediante un «modello di mercato rivisitato» e un nuovo modello di politica industriale, si rinvia in particolare a L. AMMANNATI, A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, supplemento al fasc. 4, 2022, 136-167; L. AMMANNATI, *Dimensioni "eccentriche" dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, fasc. 2, 2023, 261-273.

⁷⁷ Come noto, la Convenzione è stata ratificata dall'Italia con la l. 16 marzo 2001, n. 108 ed approvata con decisione del Consiglio 17 febbraio 2005, n. 2005/370/CE.

⁷⁸ Per un approfondimento degli strumenti giuridici predisposti in tal senso, v. in particolare L. AMMANNATI, *La governance dell'Unione dell'Energia: dalla regolazione ai 'piani'*, in *Scritti in onore di Eugenio Picozza*, vol. I, Napoli, 2019, 3-24; M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021; ID., *Green Deal e transizione digitale verso un diritto*

la legislazione prevede non solo piani a specifica destinazione ambientale, come, ad esempio, il piano per il parco, il piano di bacino (con i suoi allegati), il piano per la gestione dei rifiuti, ecc., ma individua anche altri piani e programmi che possono avere un significativo effetto sull'ambiente (es. i piani urbanistici, i piani industriali, dei trasporti o delle telecomunicazioni e il PNIEC, ovvero il Piano nazionale integrato per l'energia e il clima).

Tuttavia, in tutti in questi casi, che pure fanno ancora ampiamente discutere la dottrina per gli ampi margini di discrezionalità rimessi al soggetto proponente⁷⁹, è alla pubblica amministrazione che viene richiesto di predisporre il piano. Ben diverse, e assai più complesse, sono invece le casistiche di cui stiamo qui discutendo, laddove il potere di integrazione e modifica dei piani predisposti dall'istituto bancario – anche ai fini di conseguire finalità precipuamente sociali e politiche, quali sono per l'appunto gli obiettivi normativi di Unione, Stati membri e paesi terzi in materia ambientale, sociale e di *governance* – è rimessa all'Autorità di vigilanza⁸⁰.

In conclusione ci sembra che, in questo contesto, il piano rappresenti non solo un nuovo modello di interazione tra regolatore e regolato – tradizionalmente basato su strumenti consolidati come gli *stress test*⁸¹ – ma anche un meccanismo di indirizzo e conformazione della *governance* delle imprese bancarie, incidendo direttamente sulla loro struttura e sui processi decisionali.

Questa evoluzione, pur ispirata dalla necessità di rispondere a sfide globali complesse, pone interrogativi cruciali sul rapporto tra discrezionalità amministrativa e autonomia degli operatori privati. Se

eventuale, ivi; L. AMMANNATI, *Una nuova governance per la transizione energetica dell'Unione europea. Soluzioni ambigue in un contesto conflittuale*, in L. AMMANNATI (a cura di), *La transizione energetica*, Torino, 2018, 5 ss.

⁷⁹ Per una recente ricostruzione di tale dibattito si rinvia in particolare a F. LAUS, *L'amministrazione del rischio. Tra regolazione e procedimento, principio di precauzione e approccio multidimensionale*, Milano, 2023.

⁸⁰ Ponendosi così nuove questioni anche in tema di legittimità delle Autorità europee di vigilanza, per cui si rinvia a M. ORTINO, *Alcune riflessioni sulla legittimità costituzionale delle Autorità europee di vigilanza*, in AA.VV., *Scritti per Franco Belli, sistema creditizio e finanziario: problemi e prospettive*, Pisa, 2014, 309-337.

⁸¹ Sull'applicazione del modello teorico della *new governance* alla regolazione bancaria mediante gli *stress test* si veda in particolare V. BEVIVINO, *op.cit.*, 96 ss.

da un lato la possibilità per l'Autorità di vigilanza di intervenire direttamente sui piani delle istituzioni bancarie si configura infatti come uno strumento essenziale per il raggiungimento di obiettivi ambientali, sociali ed economici di portata globale, dall'altro lato essa pone il rischio di una progressiva erosione della discrezionalità gestionale degli intermediari, aprendo al contempo nuovi spazi di riflessione sulla legittimità e sulla trasparenza di tali interventi.

Appare dunque necessario interrogarsi su come bilanciare, nel lungo periodo, l'esigenza di assicurare una transizione sostenibile con il rispetto del principio di proporzionalità, che impone di calibrare gli strumenti normativi e regolamentari in funzione delle caratteristiche specifiche degli operatori e dei mercati.

IA e vigilanza prudenziale: alla ricerca di un nuovo equilibrio tra presidio dei rischi e trasformazione digitale dell'impresa bancaria*

SOMMARIO: 1. Introduzione (con una premessa di metodo). – 2. Una prima ricostruzione della tassonomia dei rischi emergenti nel settore finanziario. – 2.1. L'emersione del governo del rischio "tecnologico" nella gestione dell'impresa. – 2.2. Le tipologie di rischi "tecnologici" nell'utilizzo dell'IA. – 2.3. Il futuro *game-changer*: il Regolamento DORA. – 3. 3. Regolazione, supervisione, *governance*: una dialettica da ripensare. – 4. Le disposizioni in tema di vigilanza inserite nel Regolamento sull'Intelligenza Artificiale. – 4.1. Vigilanza "tradizionale", vigilanza "tecnologica" e l'adeguata organizzazione interna. – 4.2. La vigilanza nella Proposta di Regolamento. – 4.3. La "chiusura del cerchio" nel testo finale del Regolamento: il livello "nazionale". – 4.4. Il livello sovra-nazionale: il ruolo della BCE. – 4.5. Il livello sovra-nazionale: il ruolo dell'AI Office e del Consiglio per l'IA. – 5. Una ricostruzione critica del "reticolo" di competenze nella supervisione dell'IA (e alcune proposte di riforma). – 6. Conclusioni.

1. Introduzione (con una premessa di metodo)

Il Regolamento sull'intelligenza artificiale ("AI Act" o anche il "Regolamento")¹ definisce i caratteri minimi dell'intelligenza artificiale ("IA"), riconosce nella trasparenza, "spiegabilità" e fiducia da parte dei consumatori europei² i "pilastri" di base su cui devono

* Il presente scritto costituisce una versione ampliata e aggiornata del contributo presentato al Convegno ADDE "Regolazione del rischio nel Diritto dei mercati finanziari" che si è svolto presso l'Università di Cagliari il 13 e 14 giugno 2024. Desidero ringraziare il Prof. Andrea Sacco Ginevri per gli spunti di riflessione e i commenti forniti in occasione della presentazione della prima versione del lavoro.

¹ Regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n. 300/2008, (UE) n. 167/2013, (UE) n. 168/2013, (UE) n. 2018/858, (UE) n. 2018/1139 e (UE) n. 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (regolamento sull'intelligenza artificiale).

² Del resto, è, ormai, un dato acquisito che tutta la legislazione europea di recente introduzione intenda promuovere l'innovazione con una normativa che favorisca il mercato purché armonizzata con i valori europei, "disegnando", così, una sorta di limite di "ordine pubblico europeo" di direzione per il mercato e di protezione per le persone, volto a impedire che i diritti fondamentali possano essere pregiudicati nell'esercizio di attività economiche. Si rimanda, per un approfondimento, a V.

poggiare le “fondamenta” dell’attività dei fornitori e dei *deployer*, gradua gli obblighi sulla base della loro “rischiosità” sino al punto di vietare alcuni sistemi e modelli (se hanno, ad esempio, come oggetto o effetto il *social scoring* o le pratiche manipolative). Proprio perché non introduce un codice europeo sull’IA né tantomeno il Testo Unico della materia, è necessario analizzare il Regolamento “in controluce” “riempiendo i vuoti” e colmando le lacune interpretative con una lettura orientata della legislazione esistente³.

Quest’operazione “ermeneutica” è tanto più imprescindibile, per le potenziali criticità e per la rilevanza sistemica che ne scaturisce, in caso di utilizzo di sistemi di IA nell’ambito del settore finanziario (da parte di istituzioni finanziarie o, comunque, nel contesto della prestazione di servizi finanziari).

FALCE, *Piattaforme di ecosistemi digitali. Scelte pro-concorrenziali*, in *Riv. dir. ind.*, 2022, IV-V-VI, 172. Anche al di fuori dei confini europei, l’effetto atteso è di elevare l’Unione a *standard* normativo nel mercato internazionale dell’IA, sulla scorta del famigerato “effetto Bruxelles” che, già con la normativa europea a tutela dei dati personali, ambisce a divenire piattaforma “attraente” di soluzioni tecnologiche di imprese extra-UE in concorrenza o in *partnership* con imprese europee. Si rimanda al celeberrimo contributo di A. BRADFORD, *The Brussels Effect: How the European Union Rules the World* (New York, 2020; online edn, Oxford Academic, 19 Dec. 2019).

³ A titolo esemplificativo ma non esaustivo, si rimanda a V. FALCE (a cura di), *Strategia dei dati e intelligenza artificiale. Verso un nuovo ordine giuridico del mercato*, Torino, 2023, *passim*; G. LEMME, *La transizione giuridica. La crisi del diritto di fronte alla sfida tecnologica*, Torino, 2023, 127; G. FINOCCHIARO, *La regolazione dell’intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 1087; per un profilo informatico (ancorché di tipo esplicativo) G. F. ITALIANO, *Le sfide interdisciplinari dell’intelligenza artificiale*, in *Anal. Giur. Economia*, 2019, I, 10; T. E. FROSINI, *L’ordine giuridico del digitale*, in *Giur. cost.*, 2023, II, 391; C. NOVELLI, F. CASOLARI, A. ROTOLO, M. TADDEO, L. FLORIDI, *Taking the AI risk seriously: a new assesment model for the AI Act*, in *AI & Society*, 2023; M. ALMADA, N. PETIT, *The EU AI Act: a medley of product safety and fundamental rights?*, in *Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper No. 2023/59*; T. SCHREPEL, *Decoding the AI Act: A Critical Guide for Competition Experts*, in *Amsterdam Law & Technology Institute Working Paper Series 2024*; L. FLORIDI, *On the Brussels-Washington Consensus About the Legal Definition of Artificial Intelligence*, in *Philosophy & Technology*, 2023; G. MALGIERI, F. PASQUALE, *From Transparency to Justification: Toward Ex Ante Accountability for AI*, in *Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 712, Brussels Privacy Hub Working Paper, No. 33*.

Proprio a tutela degli investitori e della stabilità del sistema, non è un caso, quindi, che l'AI Act abbia riconosciuto la necessità di coordinare la vigilanza sull'intelligenza artificiale ("IA") e la vigilanza bancaria (anche prudenziale)⁴.

La formula (forse abusata) che vuole il Regolamento come veicolo di diffusione (anche culturale) di un approccio orizzontale e basato sul rischio (i.e., esclusione dal commercio per i sistemi a rischio inaccettabile, requisiti minimi e piuttosto generali per i sistemi ad alto rischio e assenza di regolamentazione per i sistemi a basso rischio)⁵ altro non è che la manifestazione tangibile della dialettica tra due interessi in gioco, che trovano nel settore finanziario uno "ponte" naturale e un punto di equilibrio inevitabile: lo sviluppo tecnologico, da un canto, e la tutela dei diritti fondamentali⁶, dall'altro, in uno con la fiducia nei mercati finanziari e negli intermediari che vi operano⁷.

⁴ Da ultimo, v. Financial Stability Board, *The Financial Stability Implications of Artificial Intelligence*, 14 november 2024.

⁵ Cfr., tra gli altri, G. FINOCCHIARO, *La proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello europeo basato sulla gestione del rischio*, in *Il Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2022, II, 303. La scelta si pone, d'altronde, in linea con i principi enunciati nel "Libro bianco sull'intelligenza artificiale", nel quale la Commissione evidenzia come: «*In linea di principio il nuovo quadro normativo per l'IA dovrebbe essere efficace nel raggiungimento dei propri obiettivi, senza tuttavia essere talmente prescrittivo da creare oneri sproporzionati, in particolare per le PMI. Per raggiungere tale equilibrio la Commissione ritiene opportuno seguire un approccio basato sul rischio*». Cfr. Commissione europea, *Libro bianco sull'intelligenza artificiale – un approccio europeo all'eccellenza e alla fiducia*, COM(2020) 65 final, Bruxelles, 19 febbraio 2020.

⁶ Si veda, per un'introduzione, L. AMMANNATI, *Diritti fondamentali e rule of law per un'intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, Suppl. n. III, 170.

⁷ Per una lettura critica circa l'opinione comune secondo cui una regolamentazione più stringente dell'economia digitale comprometta inevitabilmente l'innovazione, pregiudichi il progresso tecnologico e "annacqui" le tutele, v. A. BRADFORD, *The False Choice Between Digital Regulation and Innovation*, in *Northwestern University Law Review*, Vol. 118, Issue 2, October 6, 2024. Come noto, tale approccio ideologico, sostenuto con forza dall'industria tecnologica, ha plasmato l'opinione pubblica negli Stati Uniti, dove la fiorente economia tecnologica del Paese è spesso associata a un convinto impegno per il libero mercato e per la *deregulation*. Anche il legislatore negli Stati Uniti ha tradizionalmente abbracciato questa prospettiva, ciò che spiega l'esitazione al di là dell'Oceano a regolamentare l'industria tecnologica.

Ciò chiarito – e superata la fase di *battage* mediatico legata all'*iter* approvativo del Regolamento⁸ –, occorre interrogarsi circa i margini di adattamento del nuovo strumentario alla previgente normativa finanziaria e, in ultima istanza, vanno indagate specialmente le prospettive e i rischi di vigilanza.

2. *Una prima ricostruzione della tassonomia dei rischi emergenti nel settore finanziario*

2.1. *L'emersione del governo del rischio "tecnologico" nella gestione dell'impresa*

Allo sviluppo dell'intelligenza artificiale – consacrato nell'approvazione del Regolamento – e all'atteso incremento di produttività anche nel settore finanziario corrispondono, in parallelo, i rischi generati dal suo impiego.

⁸ L'*iter* legislativo è stato piuttosto rapido. È stata, infatti, approvata da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, secondo la procedura legislativa ordinaria, la proposta di Regolamento sull'AI Act, presentata dalla Commissione europea il 21 aprile 2021 (COM/2021/206 final 2021/0106(COD)). In esito ai triloghi (negoziati inter-istituzionali tra i rappresentanti di Parlamento europeo, Consiglio e Commissione per concordare il testo da sottoporre all'approvazione dei due colegislatori), il 9 dicembre 2023, al termine di una sessione negoziale di tre giorni, è stato, infatti, raggiunto un accordo politico provvisorio, con l'obiettivo di approvare in via definitiva la nuova normativa entro la conclusione dell'attuale legislatura europea. L'accordo dovrà ora essere formalmente approvato dal Consiglio (a maggioranza qualificata), e dal Parlamento europeo (a maggioranza dei suoi componenti), al più tardi nella sessione del prossimo aprile. Il 2 febbraio il Comitato dei rappresentanti permanenti degli Stati membri presso l'UE (COREPER), massimo organo preparatorio dei lavori del Consiglio, ha approvato all'unanimità il testo dell'accordo del 9 dicembre. Prima dell'avvio dei negoziati, il Consiglio dell'UE, con un orientamento generale adottato all'unanimità il 6 dicembre 2022 e il Parlamento europeo con emendamenti approvati in plenaria (con 499 voti a favore, 28 contrari e 93 astensioni) il 14 giugno 2023 avevano definito le proprie posizioni. Effettivamente, il Parlamento europeo ha approvato lo scorso 13 marzo 2024 il Regolamento, frutto dell'accordo raggiunto con gli Stati membri nel dicembre 2023, con 523 voti favorevoli, 46 contrari e 49 astensioni. È stato, poi, pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 12 luglio 2024 ed entrato in vigore lo scorso 1° agosto 2024.

L'emersione, nel dibattito dottrinale, della fortunata (e talvolta abusata) formula di "diritto privato regolatorio"⁹ (o anche di diritto regolatorio¹⁰) ha accelerato la tendenza dei regolatori pubblici – già consolidatasi "sotto pelle" nell'ultimo ventennio – ad una più intensa "responsabilizzazione" degli operatori economici nell'attività di identificazione e gestione dei rischi. Si è elevato l'adozione di efficaci ed adeguati processi di misurazione preventiva e governo del rischio (il c.d. *risk management*) e di *compliance* normativa e regolamentare a dovere giuridicamente vincolante per gli esponenti apicali nel quadro dell'obbligo di adozione di adeguati assetti organizzativi e di controllo interno (anziché "degradarlo" a mera regola di condotta non prescrittiva e ancor meno "cogente" nell'operatività delle aziende)¹¹.

Dinnanzi alle istanze di tutela della "società del rischio"¹², le tappe sono state ben scandite e sono così riassumibili: dopo una prima fase di gestione del rischio che si giocava a livello del diritto penale e portata

⁹ Una ricognizione dei significati e dell'ampiezza della formula è rinvenibile in R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2020, I, 134 che allude all'uso, da parte dello Stato regolatore, del diritto privato in funzione di regolazione dei mercati e che si chiede se non sia già il tempo della definitiva torsione di questa formula in quella, più *tranchant*, di "Stato salvatore", citando G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale dir. amm.*, 2008, 1083, L. TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2015, I, *passim*; M. CLARICH, *La "mano visibile" dello Stato nella crisi economica e finanziaria*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2015, II, 3.

¹⁰ Più in generale, al di là delle nomenclature, A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in questa *Rivista*, 2020, Suppl. I, 23 passa in rassegna, anche dal punto di vista storico, lo spirito del diritto regolatorio, le ragioni culturali e istituzionali all'origine della regolazione.

¹¹ Si veda, per un'introduzione al tema, S. CERRATO (a cura di), *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, Torino, 2019, *passim*. Più in generale, in ordine all'intrinseca immanenza di un «elemento di rischio» alla nozione di impresa fissata nell'art. 2082 c.c. cfr. F. CAVAZZUTI, voce «Rischio d'impresa», in *Enc. del dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, Giuffrè, 2000, 1093. Nel vigore del cod. di comm., C. VIVANTE, *I commercianti*, nel Tratt. dir. comm., I, Milano, Vallardi, 1934, 100, n. 61. ascriveva il rischio ai requisiti essenziali di ogni impresa.

¹² Un orizzonte che il sociologo tedesco Ulrich Beck ha codificato in una definizione fortunata, attualissima ed efficace: *Risikogesellschaft*, società del rischio, nel suo volume dal titolo, appunto, di: *Risikogesellschaft: auf dem Weg in eine andere Moderne*, Frankfurt am Main, 1986; più di recente, ID., *Conditio humana. Il rischio nell'età globale*, Bari, 2008.

avanti attraverso l'adozione di misure preventivo-cautelari volte a minimizzare i rischi noti e a gestire quelli ignoti, sul piano civilistico l'occasione per invertire la tendenza si è materializzata in occasione della revisione della disciplina dei mercati finanziari e delle società quotate (il pensiero va necessariamente all'art. 149 del Testo Unico Bancario ("TUF") che, imponendo, per la prima volta, ai sindaci un dovere di vigilanza sull'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, indirettamente pone a livello normativo un dovere di adozione di essi, ed esige che la società quotata sia dotata di un sistema di controllo interno), che è stato, poi, generalizzato con la riforma del diritto societario del 2003 (artt. 2381 e 2403 c.c.), e che si è ulteriormente sedimentato con il D.lgs. 8 giugno 2001, n. 231 sulla responsabilità amministrativa degli enti (specialmente a seguito dell'incremento del catalogo dei "reati-presupposto").

Cifra comune di questa "moltiplicazione" normativa è l'emanazione di una legislazione primaria che contiene precetti specifici inerenti il c.d. *enterprise risk management*, cioè i metodi e i processi di gestione del rischio¹³.

È in questo contesto che si inserisce lo studio dei problemi che pongono le nuove tecnologie basate su intelligenza artificiale¹⁴.

Innanzitutto, su un piano più generale, l'utilizzo dell'IA ha avuto il merito di far affiorare la tematica del rischio "tecnologico" come una forma separata di rischio, in aggiunta al rischio operativo come più tradizionalmente inteso, che ben potrebbe originare, dal punto di vista

¹³ Basti pensare al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) che ha individuato due pilastri su cui fondare la prevenzione dell'insolvenza: (i) gli obblighi organizzativi, per cui ogni tipo di azienda è tenuta a dotarsi di "assetti organizzativi adeguati alla rilevazione tempestiva della crisi" e a predisporre misure atte a contrastarla; e (ii) gli strumenti di allerta, in grado di far emergere precocemente gli indizi della crisi e dello stato di difficoltà in cui versa l'impresa (il c.d. *early warning*).

¹⁴ Si rimanda, per un'introduzione ai problemi, a V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra Disintermediazione e Mercato*, Giappichelli, Torino, 2021, *passim*; ID., *Data Strategy e intelligenza artificiale*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica e regolazione dei mercati*, in R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, 5; M. PELLEGRINI, *Innovazione tecnologica e diritto dell'economia*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, IV, 40.

soggettivo, da una singola istituzione, così come dalle interconnessioni tra diverse entità¹⁵.

2.2. Le tipologie di rischi “tecnologici” nell’utilizzo dell’IA

A questo punto, non è senza interesse tentare di “sistematizzare” e proporre una tassonomia dei rischi tecnologici da utilizzo di IA¹⁶.

Di là da quello reputazionale (senza dubbio rilevante, ma ultroneo rispetto al perimetro della presente analisi), il primo *genus* di rischio tecnologico cui l’impresa bancaria è soggetta nella doppia fase della selezione dell’infrastruttura cibernetica di cui dotarsi e dell’utilizzo in sicurezza del sistema di IA è quello *cyber*¹⁷.

Innanzitutto, in sede di contrattualizzazione dell’“impalcatura *cyber*”, è evidente che la concentrazione del mercato dei fornitori di tecnologia e la mancanza di alternative prontamente accessibili possano determinare un aumento dei rischi operativi e delle esternalità negative tipiche del “*too-big-to-fail*”¹⁸. Non sfugge, infatti, che, al crescere della

¹⁵ Per una lettura introduttiva all’argomento ma “precorritrice dei tempi”, cfr. R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, D.A. ZETZSCHE, E. SELGA, *The Dark Side of Digital Financial Transformation: The New Risks of FinTech and the Rise of TechRisk*, in “UNSW Law Research Paper No. 19-89, European Banking Institute Working Paper 2019/54, University of Luxembourg Law Working Paper 2019-009”, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2019/112.

¹⁶ Si rimanda al contributo di S.A. CERRATO, F. CULASSO, E. CROCCO, “Handle with care”. *Per una governance dell’intelligenza artificiale nell’impresa: rischi, tecniche di gestione, assetti cibernetici*, in *Riv. soc.*, 2023, II-III, 371.

¹⁷ Si veda per un commento Basel Committee on Banking Supervision. (2018a). *Cyber-resilience: Range of practices*. Bank for International Settlements. Più di recente, si veda un’interessante contributo pubblicato tra i *paper* della Bank for International Settlements (BIS) che mette in relazione i rischi *cyber* dal punto di vista bancario con i rischi nascenti (e ancora da esplorare) dell’IA generativa: I. ALDASORO, S. DOERR, L. GAMBACORTA, S. NOTRA, T. OLIVIERO, D. WHYTE, *Generative artificial intelligence and cyber security in central banking*, BIS Papers No. 145, May 2024, disponibile al link: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap145.htm>. Si veda, inoltre, il recente intervento della Vice Direttrice Generale della Banca d’Italia, A. PERRAZZELLI, *Le interconnessioni tra Intelligenza Artificiale, Cloud e Cyber nel settore finanziario*, Cefit Summit. Innovation Trends in Finance 2024, 5 giugno 2024.

¹⁸ Vien da sé che non si fa riferimento, con una formula siffatta, all’impossibilità per i governi di astenersi da un salvataggio di un intermediario bancario avente valenza “sistemica” senza scatenare contraccolpi a livello globale, ma, piuttosto, si

s sofisticatezza della tecnologia utilizzata e/o immessa sul mercato, maggiori saranno gli investimenti richiesti e, di conseguenza, minore il numero di imprese in grado di svilupparla e implementarla, fino all'eventualità estrema che si possa contare su un solo produttore.

È verosimile, dunque, il pericolo di trovarsi senza reali alternative (o con un numero molto ristretto di opzioni), rendendosi, in questo modo, fortemente dipendenti dal produttore, sia nel breve termine (politica dei prezzi, adattabilità alle esigenze concrete) che in un orizzonte temporale più ampio (condizioni di rinnovo di licenze, *release* di nuove versioni, ecc.)¹⁹.

Relativamente al tema della sicurezza, il ricorso alle nuove tecnologie ha condotto alla moltiplicazione anche “qualitativa” dei rischi, se è vero che l'interconnessione globale rende potenzialmente aggredibile e *hackerabile* dall'esterno la rete aziendale in mancanza di idonee protezioni tramite *firewalls* e di sistemi anti-intrusione. Senza contare che si è diffusa, in luogo di quella fisica, l'archiviazione digitale dei documenti tramite conservazione di *file* in *cloud* la cui sottrazione, criptazione per fini estorsivi o distruzione o dispersione è all'ordine del giorno²⁰. Ebbene, questa prospettiva è stata presa in esame dall'AI Act che è giunto ad imporre ai produttori di sistemi cibernetici (che siano ad alto rischio) di dotarsi di «*soluzioni tecniche volte a garantire la cybersicurezza*» «*adeguate alle circostanze e ai rischi pertinenti*», includendo anche «*misure volte a prevenire, accertare, rispondere, risolvere e controllare gli attacchi che cercano di manipolare il set di dati di addestramento* (“avvelenamento dei dati”, o anche il c.d. “*data poisoning*”) o *i componenti pre-addestrati utilizzati nell'addestramento* (“avvelenamento dei modelli”, o anche “*model poisoning*”), *gli input progettati in modo da far sì che il modello commetta un errore* (“esempi antagonisti”, anche definiti come “*adversarial examples*” o “*evasione dal modello*”, anche definiti come “*model evasion*”), *gli attacchi alla*

vuole evocare una tendenza irreversibile dei mercati, vale a dire l'integrazione dei sistemi (anche dei fornitori “esterni” di soluzioni tecnologiche). Per qualche spunto, di ordine storico, si veda, in ogni caso, Financial Stability Board (FSB), *Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms*. Final Report, 1 April 2021.

¹⁹ S.A. CERRATO, F. CULASSO, E. CROCCO, *op. cit.*, 371 lo definisce rischio di “monopolio” o di “oligopolio” tecnologico.

²⁰ Così, S.A. CERRATO, F. CULASSO, E. CROCCO, *ibidem*, che fanno parola di rischio di “corruzione” di dati.

riservatezza o i difetti del modello, che potrebbero condurre a decisioni dannose»²¹.

Un'ulteriore categoria di rischi da "soppesare" è quella legata all'incremento incessante delle attività in *outsourcing*²².

Lo sviluppo di soluzioni tecnologiche beneficia, infatti, di enormi economie di scala, che rendono conveniente per il singolo operatore ricorrere a *provider* esterni, i quali, tuttavia, tendono ad avere dimensioni molto più ampie rispetto a quelle del soggetto servito e a operare in mercati molto concentrati²³.

L'esperienza maturata ha dimostrato che, sino a oggi, questo rischio è sotto controllo e desta preoccupazioni limitate, dal momento che il rapporto tra banche e imprese tecnologiche "terze" sta evolvendo

²¹ Cfr. Art. 15 del Regolamento.

²² Secondo EBA, Relazione finale sugli orientamenti in materia di esternalizzazione (EBA/GL/2019/02), 25 febbraio 2019, 5, la nozione di esternalizzazione deve intendersi come «un accordo di qualsiasi forma tra un ente, un istituto di pagamento o un istituto di moneta elettronica e un fornitore di servizi in base al quale quest'ultimo svolge un processo, un servizio o un'attività che sarebbe altrimenti svolto/a dall'ente, dall'istituto di pagamento o dall'istituto di moneta elettronica stesso». Per una considerazione generale sul fenomeno dell'*outsourcing*, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in G. FINOCCHIARO, V. FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, 205; M. CAROLI, A. VALENTINO, *La strategia di «outsourcing»*, in *Analisi giur. econ.*, 2011, II, 255; P. SODA, *La regolamentazione dell'outsourcing nel settore finanziario: orientamenti In Italia, Europa e Stati Uniti*, in *Bancaria*, 2006, X, 43; M. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e «integrità» organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, IV, 439; L. ENRIQUES, W.G. RINGE, *Bank-fintech partnerships, outsourcing arrangements and the case for a mentorship regime*, in *Capital Markets Law Journal*, 2020, IV, 374; V. LEMMA, J.A. THORP, *Sharing Corporate Governance: The Role of Outsourcing Contracts in Banking*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, III, 357; S. CASAMASSIMA, M. NICOTRA (a cura di), *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, Padova, 2021, *passim*; L. SPITALERI, *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari, profili di governance e prospettive di vigilanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, Suppl. II, 111.

²³ Peraltro, in data 3 giugno 2024, la BCE avvia oggi una consultazione pubblica (che terminerà il 15 luglio 2024) sulla c.d. *ECB Guide on outsourcing cloud services to cloud service providers*. Inoltre, la BCE ha individuato diverse vulnerabilità negli accordi di esternalizzazione informatica delle banche durante il processo di revisione e valutazione prudenziale 2023. Di conseguenza, la gestione del rischio di terzi, compreso l'*outsourcing* del *cloud*, continua a rimanere in cima alla lista delle priorità di vigilanza della BCE per il periodo 2024-2026.

strutturalmente da un piano di competizione diretta a uno di collaborazione²⁴.

A fronte di ciò, si pongono, ciononostante, per il singolo intermediario, questioni di “forza contrattuale”, che possono tradursi in minore capacità di ottenere condizioni economiche favorevoli, scarsa personalizzazione del rapporto e, più in generale, ridotta attenzione da parte del fornitore, con potenziali riflessi negativi sulla qualità dei prodotti e servizi offerti²⁵, nonché sulla competitività²⁶.

Sullo sfondo non si può ignorare il rischio di distorsione del processo decisionale causato dall’impatto della tecnologia nella vita della società. Allo stato, nulla fa ipotizzare che applicazioni di IA possano, in tempi brevi, assumere un ruolo formale di componente di un organo amministrativo o di un *board* e affiancare gli amministratori “umani” nei consigli di amministrazione (senza contare i limiti tecnologici che ancora ostano ad un efficiente impiego dell’IA in sostituzione di

²⁴ Tale tendenza è confermata dagli esiti della recente indagine della Banca d’Italia sul settore Fintech, finalizzata ad analizzare la trasformazione digitale e le prospettive di innovazione del nostro sistema finanziario. Cfr. Banca d’Italia, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, aprile 2024.

²⁵ Di recente, ESMA ha sottolineato, in una dichiarazione (*public statement*) pubblicata lo scorso 30 maggio 2024, come sussista un rischio inerente anche per le imprese che utilizzano l’IA quando forniscono servizi di investimento ai clienti al dettaglio, in ambito MIFID II. A tal proposito, quando utilizzano l’IA, ESMA si aspetta che le imprese rispettino i requisiti della MiFID II, in particolare per quanto riguarda: gli aspetti organizzativi, la condotta aziendale, l’obbligo normativo di agire nel miglior interesse del cliente. Si veda ESMA, *Public Statement. On the use of Artificial Intelligence (AI) in the provision of retail investment services*, 30 May 2024, ESMA35-335435667-5924.

²⁶ Si veda, da ultimo, Banca d’Italia, *Segnalazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati*, provvedimento del 31 maggio 2023 (Delibera 166/2023). Merita segnalare, inoltre, gli Orientamenti dell’ESMA in materia di esternalizzazione a fornitori di servizi cloud (ESMA50-164-4285) del 10 maggio 2021. Sul punto il principio generalmente accolto è il seguente: “*esternalizzazione sì, impunità no*”. I principi guida in materia di *outsourcing* nei servizi finanziari sono stati enunciati per la prima volta dal Comitato di Basilea nel 2005 (BIS, *Outsourcing in Financial Services*, February 2005) sottolineandosi, tra l’altro, la necessità che l’intermediario assicuri il corretto e puntuale svolgimento delle attività esternalizzate, tanto nei confronti del regolatore quanto dei clienti, senza che in alcun modo possa venir meno la responsabilità del committente.

amministratori umani)²⁷. Ma ben più concreta è la prospettiva che l'IA supporti e arricchisca le capacità decisionali dell'organo amministrativo²⁸ o fornisca supporto istruttorio nell'adozione delle decisioni relative alla gestione dell'impresa²⁹, senza arrivare al punto

²⁷ Si rimanda, tra gli altri, ai contributi di A. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI, M. PROTO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, 2022, 429; ID., *Ancora su intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, III (Suppl. II), 343; G.D. MOSCO, *RoboBoard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, 2019, I, 247; M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 89; ID., *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Pers. Merc.*, 2020, II, 67; F. MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Law*, in W. BARFIELD, U. PAGALLO (a cura di), *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, Cheltenham, 2018; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, V-VI, 1374; U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, *ivi*, 1431.

²⁸ M.L. MONTAGNANI, M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. Soc.*, 2021, I, 121. Una tesi sulla quale si è convogliato un consenso generalizzato è quella che vede nell'IA un (eccellente) sostituto degli attori umani nell'adempimento della maggior parte delle operazioni (in senso stretto) amministrative (se si vuole, più routinarie), ma non ancora in grado di assolvere pienamente quelle diverse attività che richiederebbero “judgment work”: v. H. BIRD-NATANIA LOCKE, *The corporate board in an age of collaborative intelligence and complex risk*, in *Technology and Corporate Law. How Innovation Shapes Corporate Activity*, Edward Elgar, 2021, 47. Si veda ancora F. PACILEO, “*Scelte d'impresa*” e *doveri degli amministratori nell'impiego dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2022, III, 539 e spec. 573 e 576.

²⁹ Sul punto, diffusamente, L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Intelligenza artificiale e responsabilità degli amministratori*, in N. ABRIANI, R. COSTI (a cura di), *Diritto societario, digitalizzazione e Intelligenza Artificiale*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 187. L'utilizzo dei sistemi di IA è orientato, pertanto, a formulare “previsioni”. Esempi applicativi possono consistere, a titolo esemplificativo, nel predire l'esito di una futura controversia tra la società ed un fornitore e/o un cliente, oppure prefigurare le conseguenze, anche sanzionatorie, partendo da una sequenza di dati ipotizzati. Chiaramente, secondo gli A., individuare quale operazione realizzi al meglio l'interesse sociale è un compito che, data l'ampia discrezionalità che vi si collega, mal si attaglia ad un decisore algoritmico. Pertanto,

che ad esso si affidi la scelta del c.d. *corporate purpose*³⁰. E, difatti, con la nascita e lo sviluppo delle tecnologie più nuove e avanzate, è stata coniata l'espressione *Corporate Technology* o *CorpTech* per indicare «*the use of distributed ledgers, smart contracts, Big Data analytics, AI and machine learning in the corporate context*»³¹, che è, senz'altro, una formula efficace a livello descrittivo perché condensa in un concetto unitario l'adattabilità delle varie soluzioni tecnologiche all'impresa³², ma ancora non sufficientemente specifica se con essa si vuole declinare uno statuto tecnologico della società.

Allargando la prospettiva adottata per questa sottocategoria di rischi tecnologici, il ricorso all'AI che "prende parte" all'attività gestoria pone criticità in punto di *accountability*, vale a dire di capacità di giustificazione (e conseguente assunzione di responsabilità) per le scelte adottate. Il rischio che ci si trova dinnanzi è quello dell'assenza

sempre a detta degli A., se si ipotizzasse di delegare all' algoritmo una decisione discrezionale, occorrerebbe rendere espliciti tanto lo scopo quanto i criteri di ponderazione delle decisioni.

³⁰ U. TOMBARI, *Intelligenza Artificiale, interesse sociale e sostenibilità nei codici di corporate governance e nella prassi societaria*, in N. ABRIANI, R. COSTI (a cura di), *ivi*, 332.

³¹ L. ENRIQUES, D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, ECGI Working Paper, 2020, e in Hastings L. J., 2020, 59. L'espressione è stata, poi, ripresa da pressoché tutti gli studiosi che si sono cimentati sul terreno della cibernetica societaria: fra gli altri, N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, *passim*, i quali utilizzano, altresì, l'espressione cibernetica societaria come «*espressione riassuntiva della nuova governance dell'era algoritmica*» (*ivi*, 19); N. ABRIANI, *Intelligenza artificiale e diritto delle società: nuovi doveri e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, I, *passim*.

³² Com'è noto, questo processo ha subito un'evidente accelerazione in tempo di emergenza pandemica da Covid-19 allorquando l'utilizzo della tecnologia in ambito societario ha sconvolto gli assetti organizzativi delle imprese, non solo bancarie. L'esempio emblematico è stato rappresentato dalla valorizzazione di forme di partecipazione assembleari basate su modalità telematiche e virtuali, utilizzando strumenti di dialogo a distanza e di voto elettronico e anche a costo di sacrificare i tradizionali diritti dei soci di minoranza (fra cui quello di prender parte all'assemblea annuale degli azionisti) sull'altare della tutela della salute e della sicurezza personale. Ci si riferisce ai ben noti esempi della garanzia SACE (cfr. art. 1, D.L. 8 aprile 2020 n. 23 - c.d. "Decreto Liquidità" - conv., con modificazioni, dalla L. 5 giugno 2020 n. 40) e del c.d. "Patrimonio Rilancio" (cfr. art. 27, D.L. 19 maggio 2020 n. 34 - c.d. "Decreto Rilancio" - conv., con modificazioni, dalla L. 17 luglio 2020 n. 77).

di spiegabilità e trasparenza di queste applicazioni IA (c.d. “*black box dilemma*”)³³ che, ricevuti gli *input*, restituiscono la risposta senza che sia intellegibile il percorso logico che ha condotto a tale risultato³⁴.

Al di là del tentativo di approntare appositi presidi di trasparenza degli algoritmi³⁵ e di investire nel rafforzamento delle competenze tecnologiche dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo³⁶, rimane fermo e indifferibile il “fattore umano” nella determinazione dei fini assegnati all’AI all’interno del processo

³³ Così, su tale definizione, G. PAVLIDIS, *Unlocking the black box: analysing the EU artificial intelligence act’s framework for explainability in AI*, in *Law, Innovation and Technology*, 2024, I, 293; J. BURRELL, *How the Machine ‘Thinks’: Understanding Opacity in Machine Learning Algorithms*, in *Big Data & Society*, 2016, III, 1; D. CASTELVECCHI, *Can We Open the Black Box of AI?*, in *Nature*, 2016, 538, 21; W. VON ESCHENBACH, *Transparency and the Black Box Problem: Why We Do Not Trust AI*, in *Philosophy & Technology*, 2021, 34, 1607.

³⁴ Tale problema, che si scontra, come segnalato da M.L. MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della “nuova” grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *Riv. soc.*, 2020, IV, 1003, con l’esistenza di privative sugli algoritmi assicurate dalla vigente legislazione sui segreti commerciali (Dir. 2016/943, recepita in Italia con D.Lgs. n. 63/2018), è stato all’attenzione del legislatore europeo che nel Regolamento impone, fra l’altro, un obbligo di progettazione e sviluppo dei sistemi di AI ad alto rischio «*in modo tale da garantire che il loro funzionamento sia sufficientemente trasparente da consentire ai fornitori e agli utenti di comprendere ragionevolmente il funzionamento del sistema*» (Art. 13). La categoria dei sistemi ad alto rischio include un esteso numero di possibili tecnologie cibernetiche (art. 6 e All. III) delle quali tuttavia solo un numero limitato possono essere immaginate di supporto all’*iter* decisionale di un organo amministrativo.

³⁵ In questo senso, si segnala la Proposta di Direttiva sulla responsabilità da intelligenza artificiale del 28 settembre 2022, COM(2022) 496 final 2022/0303(COD) nella quale si stabilisce che gli Stati debbono assicurare che l’autorità giudiziaria competente possa emettere, a richiesta di chi lamenti un plausibile pregiudizio derivante da utilizzo di intelligenza artificiale ad alto rischio, ordini di esibizione di informazioni rilevanti (art. 3, par. 1), sia pure nei limiti di quanto sia necessario e proporzionato per le esigenze di difesa di chi si dichiara danneggiato. Viene, inoltre, previsto che in caso di inottemperanza all’ordine, l’autorità giudiziaria «*shall presume the defendant’s non-compliance with a relevant duty of care*».

³⁶ Oltre che nell’implementazione nella struttura organizzativa dell’impresa di uffici dedicati al monitoraggio e alla *compliance* dell’IA, dotandoli di protocolli e procedure ben delineate: si fa, infatti, parola di costruzione di un «*sistema di assetti cibernetiche d’impresa*» (così, S.A. CERRATO, F. CULASSO, E. CROCCO, *op. cit.*, 371).

decisionale³⁷, caricando di nuovi contenuti i doveri di *monitoring* e, soprattutto, di *advisory* degli organi gestori³⁸.

2.3. Il futuro game-changer: il Regolamento DORA

Il rischio tecnologico, nel settore finanziario, diventa fonte, così, di rischio “sistemico”³⁹, al punto da dover fronteggiare profili di resilienza operativa e l’incremento degli incidenti operativi e degli attacchi

³⁷ Così si esprime N. ABRIANI, *Le categorie della moderna cibernetica societaria tra algoritmi e androritmi: “fine” della società e “fini” degli strumenti tecnologici*, in *Giur. Comm.*, 2022, V, 743, secondo cui «[c]ome in altri campi da tempo noti – si pensi alla policy sulle remunerazioni, ma soprattutto a quella sull’outsourcing, che presenta molti profili di contiguità [...] – il consiglio di amministrazione è chiamato a elaborare anche qui una policy rigorosa, che si iscrive nel quadro della più generale definizione della natura e del “livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società” [...]: una regolamentazione che andrà ispirata all’etica della responsabilità e al principio di precauzione, i quali vengono a rivestire un peculiare rilievo in un ambito, come quello delle nuove tecnologie, nel quale i mezzi codeterminano e riconfigurano i fini [...]». Per un contributo “tradizionale”, si v. D.A. ZETZSCHE, A.W. DOUGLAS, R.P. BUCKLEY E B. TANG, *Artificial Intelligence in Finance: Putting the Human in the Loop*, in CFTE Academic Paper Series: Centre for Finance, Technology and Entrepreneurship, n. 1, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2020/006.

³⁸ S.A. CERRATO, F. CULASSO, E. CROCCO, *op. cit.*, 371 richiamano l’attenzione sull’opzione di implementare «*sistemi di revisione o di second opinion umani o virtuali che consentano di testare la misura della path dependency dell’AI*». Si veda, inoltre, anche per gli ampi riferimenti bibliografici, F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019, spec. 297. Secondo A. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, cit., 424, «*se è vero che la disciplina societaria è la veste organizzativa dell’impresa, l’utilizzo sempre più diffuso dell’intelligenza artificiale nei procedimenti aziendali favorirà un’evoluzione darwiniana della s.p.a. verso una accresciuta standardizzazione strutturale. Il tutto riservando alla sensibilità umana il potere e la responsabilità di pianificare l’alta strategia aziendale, con il compito di occuparsi delle questioni principali e la possibilità di concentrare attenzione e sforzi su aspetti di importanza fondamentale per l’impresa*».

³⁹ ESRB, Report – Systemic cyber risk, February 2020 e, da ultimo, ESRB, *Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools*. April 2024. A review of national and pan-European frameworks, entrambi disponibili all’indirizzo: www.esrb.europa.eu.

cibernetici. Motivo per cui, già da diverso tempo (a partire dal 2018⁴⁰), le istituzioni europee hanno avviato un percorso di riflessione culminato, a metà 2022, con l'approvazione di una normativa strutturata per il settore finanziario, il Regolamento sulla Digital Operational Resilience ("DORA")⁴¹, la cui applicabilità è stata differita al 17 gennaio 2025 e da cui discenderà l'introduzione di poteri di *oversight* sulle "terze parti" ritenute critiche, nonché l'esigenza di rafforzare i presidi interni di banche e intermediari⁴².

Esso mira, con un *risk-based approach*, a rafforzare la resilienza informatica delle entità finanziarie individuate, creando un quadro normativo comprensivo dei requisiti sulla gestione dei rischi informatici, sulla segnalazione degli incidenti informatici e sui test di resilienza operativa digitale. Il DORA contiene anche disposizioni sulla gestione dei rischi informatici derivanti da terzi, al fine di rispondere alle criticità in tema di integrazione tra "attori" del mondo finanziario e terze parti. Trascurando le disposizioni di dettaglio, che esulano dal perimetro di questo scritto⁴³, si segnala che le entità finanziarie che

⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA, Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, 2018. Inoltre, alcune disposizioni previste ora dal DORA erano già applicate al settore finanziario sotto forma di linee guida: cfr. EBA, Guidelines on ICT and Security Risk Management.

⁴¹ Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011, GU L 333 del 27.12.2022, p. 1-79.

⁴² Si rimanda al recentissimo contributo della Banca d'Italia che, lo scorso 23 dicembre 2024, ha pubblicato una comunicazione al mercato in materia di sicurezza ICT, richiamando l'attenzione degli intermediari direttamente vigilati sui profili della resilienza operativa digitale e del rischio ICT. Tale comunicazione richiama documento di analisi "*Digital resilience in the Italian financial sector: evidences from the supervisory incident reporting framework*" pubblicato da Banca d'Italia lo scorso 23 ottobre 2024 e che si basa sulle segnalazioni dei gravi incidenti operativi o di sicurezza che banche, istituti di pagamento e istituti di moneta elettronica hanno trasmesso tra il 2020 ed il 2023 alla Banca d'Italia ai sensi delle disposizioni di vigilanza.

⁴³ Per ulteriori approfondimenti, C.P. BUTTIGIEG, B. BRUNELLI ZIMMERMANN, *The digital operational resilience act: challenges and some reflections on the adequacy of Europe's architecture for financial supervision*, in ERA Forum, 2024, 25:11-28; D. CLAUSMEIER, *Regulation of the European Parliament and the Council on digital operational resilience for the financial sector (DORA)*, in *International Cybersecurity*

hanno stipulato accordi contrattuali per l'utilizzo di servizi ICT rimangono sempre pienamente responsabili dell'adempimento di tutti gli obblighi previsti dal DORA e dalla normativa finanziaria applicabile.

L'aspetto più interessante è dato dal fatto che DORA introduce un quadro di sorveglianza per i fornitori di servizi terzi critici nel settore ICT. Taluni fornitori terzi individuati dal Regolamento, in quanto particolarmente rilevanti in termini di impatto sistemico, di insostituibilità e di grado di dipendenza delle entità finanziarie, sono così sottoposti a speciale vigilanza da parte delle autorità di supervisione. Ciò segna una storica apertura alla vigilanza finanziaria di prestatori di servizi informatici non finanziari⁴⁴.

Law Review, 2023, 79. Cfr. anche S. KOURMPETIS, *Management of ICT Third Party Risk Under the Digital Operational Resilience Act*, in L. BÖFFEL, J. SCHÜRGER (eds), *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union*, London, 2023, 211.

⁴⁴ In questa prospettiva, tenuto conto che il DORA costituisce un tassello importante verso l'inclusione dei sistemi di IA sviluppati da terzi nel perimetro della vigilanza finanziaria, la sfida è proprio quella di "affinare" la vigilanza sulle applicazioni di IA realizzate direttamente da soggetti non regolamentati per lo svolgimento di attività *de facto* finanziarie. A questo proposito, si confermerà ineludibile la necessità di definire un protocollo di collaborazione tra Comitato europeo per l'intelligenza artificiale e le ESAs (EBA, ESMA, EIOPA) per la vigilanza dei sistemi di IA utilizzati da operatori bancari (anche) "non istituzionali" e che forniscono servizi "non core". Esemplificativo di questa attenzione verso gli operatori di mercato non sottoposti a vigilanza e non regolamentati è la recente Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), che, introducendo una serie di modifiche al Testo Unico della Finanza e al Codice civile (in linea con le indicazioni del Rapporto OCSE del 2020 sul mercato dei capitali italiano e nel Libro Verde del MEF del 2022) intende perseguire l'obiettivo di rendere più efficiente l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali, aumentandone la competitività. Tra le altre cose, si introduce una disciplina di favore e una serie di semplificazioni normative per le PMI (raddoppiando da 500 milioni a un miliardo di euro la soglia per quelle emittenti azioni quotate). Si verrà a creare, quindi, un doppio binario anche tra soggetti bancari "vigilati" e operatori non regolamentari, fornitori di servizi alle prime, che godranno di una disciplina semplificata, quantomeno per le procedure di quotazione e per le emissioni obbligazionarie e dei titoli di debito.

3. *Regolazione, supervisione, governance: una dialettica da ripensare*

Il ricorso da parte delle imprese bancarie alle tecnologie per automatizzare e “scalare” i processi interni e per migliorare e supportare la *compliance* normativa ha condotto alla “germogliazione” di nuovi termini (ormai abusati e sdoganati). Ci si riferisce alle definizioni di *RegTech* e di *SupTech*, che, benché talvolta usate in maniera promiscua⁴⁵, si differenziano in ciò, che la prima è volta a consentire agli intermediari finanziari di sviluppare e acquisire tecnologie per rendere più efficiente la *compliance* mentre la seconda è finalizzata a permettere alle Autorità di vigilanza l’uso di tecnologie abilitanti per facilitare la vigilanza e l’*enforcement*⁴⁶.

⁴⁵ Secondo A. PERRONE, *La nuova vigilanza Reg Tech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 516 ss. «[p]ur essendo riferibile a una pluralità di ambiti, l’espressione regulatory technology (RegTech) è abitualmente utilizzata per identificare l’applicazione della tecnologia all’attività di compliance e di vigilanza nel sistema finanziario. Con maggiore precisione, il termine risulta talora utilizzato con esclusivo riguardo all’attività di reporting e compliance da parte dei soggetti vigilati, valendo per l’attività di vigilanza delle competenti autorità la più puntuale espressione supervisory technology (SupTech). L’uso promiscuo del termine RegTech è, nondimeno, il più diffuso, così da essere giustificato il suo impiego con riferimento a entrambi i fenomeni». Per una rassegna dei diversi usi semantici dell’espressione, V. COLAERT, *RegTech as a response to regulatory expansion in the financial sector* (March 2017), in www.ssrn.com; sul punto v. anche A. YANG, C.Y. TSANG, *RegTech and the New Era of Financial Regulators: Envisaging More Public-Private-Partnership Models of Financial Regulators*, in *U. Pa. J. Bus. L.*, 2018, Vol. 21, Issue 2, 354; L. ENRIQUES, *Financial Supervisors and Regtech: Four Roles and Four Challenges*, in *Revue Trimestrielle De Droit Financier*, 2017.

⁴⁶ Il termine SupTech, coniato solo nel 2017 (cfr. R. MENON, “Singapore fintech journey 2.0”, remarks at the Singapore Fintech Festival, Singapore, 15 November 2017), faceva riferimento a un mercato ancora molto “acerbo” a quel tempo mentre alcuni fra i primi riferimenti agli strumenti RegTech si rinvencono, a livello europeo, in un documento dell’ESMA del 28.2.2019, dopo poco seguito da alcune indicazioni elaborate nel Final Report dell’Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), ove si auspicava la messa a punto da parte della Commissione, in cooperazione con le Autorità di vigilanza e con altre autorità competenti in materia (fra cui il Financial Stability Board, a sua volta intervenuto sul punto con un Report nel 2020: cfr. Financial Stability Board, *The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions*, 2020), di un’agenda completa e ambiziosa a supporto dell’adozione di sistemi RegTech e SupTech nel settore finanziario. Si veda ancora EBA, *Analysis of RegTech in the EU Financial Sector*,

Tale proliferazione lessicale è un sintomo, però, di qualcosa di più profondo, che disvela una crisi progressiva della regolazione come tradizionalmente intesa⁴⁷.

Il “ritardo” strutturale della regolamentazione rispetto al mercato, la sua conseguente esposizione a una rapida obsolescenza, la concentrazione del mercato derivante dall'impossibilità per gli intermediari minori di sostenere i costi derivanti da una regolamentazione sempre più complessa hanno reso urgente e non ulteriormente rinviabile la domanda se non sia la regolamentazione a dover “cambiare pelle” (e non, all'opposto, la costosa attività di *compliance* a dover essere “irrobustita”). Il consolidato orientamento

June 2021, EBA/REP/2021/17. Si veda, inoltre, D. BROEDERS, J. PRENIO, FSI INSIGHTS ON POLICY IMPLEMENTATION NO. 9: INNOVATIVE TECHNOLOGY IN FINANCIAL SUPERVISION (SUPTECH) – THE EXPERIENCE OF EARLY USERS 2–3, 17–19 (Bank for In'l Settlements 2018). Tra le letture “tradizionali”, v. W. ARNER, J.N. BARBERIS, R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech, and the reconceptualization of financial regulation*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2016(a), 37(3), 371; D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, *From FinTech to TechFin: The regulatory challenges of data-driven finance*, in *New York University Journal of Law and Business*, 2017, 14, 393; D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, J. BARBERIS, *A FinTech and RegTech Overview: Where We Have Come from and Where We Are Going*, in Idd. (a cura di), *The RegTech Book*, Chichester, 2019; N.G. PACKIN, *Regtech, Compliance and Technology Judgement Rule*, in *Chi.-Kent L. Rev.*, 2018, Vol. 93, Issue I, 193; R.H. WEBER, *RegTech as A New Legal Challenge*, in *J. Fin. Transformation*, 2017, 46, 10. S. DI CASTRI, S. HOHL, A. KULENKAMPFF AND J. PRENIO, *The suptech generations*, FSI Insights on policy implementation, no 19, October 2019; K. BEERMAN, J. PRENIO AND R. ZAMIL, *Suptech tools for prudential supervision and their use during the pandemic*, FSI Insights on policy implementation, no 37, December 2021. Quanto alla letteratura domestica, si rimanda a M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza Artificiale e Diritto: Una Rivoluzione?*, Astrid, 2022, 451.

⁴⁷ Per un contributo “fondativo” in termini generali, R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE, *Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice*, Oxford, 2012, 259; in termini più sintetici, N. GUNNINGHAM, *Enforcement and Compliance Strategies*, in R. BALDWIN, M. CAVE, M. LODGE (Eds.), *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford, 2010, 120. Cfr., inoltre, M. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, III, 422 e, spec., 438.

per una disciplina *principle-based* e *risk-based*⁴⁸, come quella del Regolamento, connotata da ampi margini di discrezionalità e di valutazione per l’Autorità di vigilanza, in una logica di *adaptive regulation*⁴⁹, sembra confermare queste perplessità.

Guardando al Regolamento, è evidente che la sua “messa a terra” si realizzerà, almeno inizialmente, con un approccio *bottom-up* (più chiaramente, “dal basso”) e su impulso degli operatori finanziari⁵⁰; ma non meno importante sarà, per raggiungere una normazione minima, ma uniforme, in materia di IA finanziaria, un intervento regolatorio a livello di mercato, che accompagni e riorienti gli sforzi di *governance* delle singole entità finanziarie. Ciò perché, come detto, le specificità del fenomeno rendono la gestione dei requisiti normativi e “di processo” stabiliti dal Regolamento, con tutti i costi di *compliance* annessi, un compito oneroso per gli intermediari finanziari e per tutte le imprese che entrano a far parte della catena del valore dell’IA finanziaria.

La complessità di queste sfide richiede una *governance* dell’IA finanziaria a più livelli, che si componga di diverse fonti di intervento, utili ad integrare i requisiti generali e l’architettura “complessiva” dell’AI Act nel settore finanziario.

E, di fatti, l’AI Act, dal punto di vista della tecnica regolatoria, contrappone al suo ambito applicativo ristretto alcuni strumenti di *soft law*, destinati a integrare la normativa di primo livello, e suscettibili di

⁴⁸ Cfr. G. DE GREGORIO, P. DUNN, *The European risk-based approaches: Connecting constitutional dots in the digital age*, in *Common Market Law Review*, 2022, 59(2), 473 ss.; M. EBERS, *Truly Risk-based Regulation of Artificial Intelligence How to Implement the EU’s AI Act*, in *Journal of European Journal of Risk Regulation*, 2024, 1.

⁴⁹ L.G. BAXTER, *Adaptive Financial Regulation and RegTech: A Concept Article on Realistic Protection for Victims of Bank Failures*, 66 *Duke L. J.*, 2016, 567.

⁵⁰ Un esempio per tutti è la documentazione tecnica che le entità che producono o utilizzano sistemi ad alto rischio devono fornire alle autorità di vigilanza nazionali (senza considerare che le stesse autorità possono richiedere ai fornitori di IA di dimostrare la conformità del sistema di IA ad alto rischio ai requisiti normativi stabiliti). Sebbene ne siano destinatari le autorità di vigilanza nazionali, in prima battuta, i richiamati obblighi informativi a carico delle imprese coinvolte nella catena del valore dell’IA attivano un flusso informativo destinato a confluire verso il Consiglio per l’IA. Cfr. art. 11, art. 16, par. 1, lett. j), art. 20 e art. 66, lett. a), b) e c) del Regolamento.

adattare o estendere i requisiti posti dal Regolamento secondo un approccio *bottom-up* e di “sperimentazione progressiva”.

In questo contesto, il Regolamento traccia una parabola che dai principi normativi generali muove verso soluzioni di auto-regolamentazione, individuando quali strumenti rilevanti per la disciplina dei sistemi di IA standard tecnici⁵¹, codici di condotta⁵² e *sandbox regolamentari*⁵³.

Questi ultimi strumenti sono accomunati dalla loro dimensione istituzionale, in quanto sono approvati ed emanati (come nel caso delle norme tecniche e dei codici di condotta) o supervisionati (come nel caso delle *sandbox* di regolamentazione) dalle autorità competenti. D'altronde, tali strumenti di *soft law* condividono una funzione di co-regolazione, giacché permettono la convivenza e la compenetrazione della lettera della norma con le istanze emergenti dal mercato. E, al tempo stesso, permettono di sfruttare gli spazi “lasciati liberi” dalle “maglie strette” del Regolamento, così da incentivare soluzioni innovative e scongiurare un'applicazione eccessivamente rigida dei requisiti regolatori e penalizzante per gli attori di mercato potenzialmente “nuovi entranti” nel mercato.

Del resto, un approccio di co-regolamentazione alla *governance* dei requisiti normativi non appare nuovo nel contesto della regolamentazione finanziaria: precursore, in questo senso, è stata la c.d. “procedura Lamfalussy”, considerata come uno strumento di regolamentazione efficace grazie al coinvolgimento di diverse parti interessate e in grado di calibrare le norme di principio ai rischi in concreto riscontrati e alle condizioni di mercato⁵⁴.

⁵¹ Cfr. art. 40 del Regolamento.

⁵² Cfr. art. 95 del Regolamento.

⁵³ Cfr. Considerando 25, 138-143, art. 57, 58, 59 del Regolamento.

⁵⁴ Sul tema, si v. D. ALFORD, *The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Regulation?*, in *Annual review of banking & financial law*, 2006, 25, 1.

4. Le disposizioni in tema di vigilanza inserite nel Regolamento sull'Intelligenza Artificiale

4.1. Vigilanza “tradizionale”, vigilanza “tecnologica” e l’adeguata organizzazione interna

Non sfugge come tutto quanto sopra riportato abbia conseguenze in punto di supervisione, dal momento che la Direttiva sui requisiti patrimoniali (“CRD IV”), all’art. 74⁵⁵, la sua trasposizione nel Testo Unico Bancario (“TUB”)⁵⁶ e nelle disposizioni di vigilanza di Banca d’Italia⁵⁷ impongono che la supervisione verifichi che l’intermediario sia dotato di un’adeguata organizzazione interna⁵⁸.

Ciò evidentemente implica che le autorità di vigilanza (Banca Centrale Europea e Banca d’Italia) debbano poter verificare e “mappare” se tra i processi che la banca adotta ve ne siano alcuni gestiti, in tutto o in parte, con l’ausilio di tecnologie di IA e in che misura, quindi, ciò abbia un impatto e rientri nel perimetro di valutazione e nel

⁵⁵ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁵⁶ In special modo, il pensiero va all’art. 67 TUB che offre la base giuridica alle conseguenti disposizioni di vigilanza.

⁵⁷ Cfr. Circolare di Banca d’Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 – Disposizioni di vigilanza per le banche, nel suo ultimo aggiornamento n. 49 del 23 luglio 2024, e, più nello specifico, il Titolo IV “Governo societario, controlli interni, gestione dei rischi” della Parte Prima “Recepimento in Italia della CRD IV”.

⁵⁸ A tal proposito, è bene ricordare che, in astratto, in mancanza di precedenti giurisprudenziali sul punto, ogni carenza organizzativa potrebbe integrare la violazione dell’art. 74 della CRD. Tale principio di diritto è stato applicato in materia di contrasto al riciclaggio dalle pronunce del Tribunale (Nona Sezione ampliata) del 6 ottobre 2021, cause riunite T-351/18 e T-584/18, Ukrselhosprom PCF e Versobank contro Banca centrale europea, ECLI:EU:T:2021:669 e della Corte di giustizia (Prima Sezione) del 7 settembre 2023, causa C-803/21, Versobank AS contro Banca centrale europea, ECLI:EU:C:2023:630. Del resto, poiché la BCE non ha competenze di vigilanza in materia di contrasto al riciclaggio, se ne potrebbe dedurre che, anche in una materia ancora in fase di definizione e, quindi, in caso di ricorso all’IA, l’intermediario potrebbe incorrere in una violazione dell’art. 74.

sindacato della vigilanza⁵⁹ senza correre il rischio di indebite “invasioni di campo” e sovrapposizioni con altre autorità, come il Garante per la protezione dei dati personali, l’Agenzia per la Cybersicurezza Nazionale o l’Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato e senza “esorbitare” dalle finalità tradizionali dell’attività di vigilanza (garantire la sana e prudente gestione, la stabilità, l’efficienza e la competitività del sistema bancario).

4.2. *La vigilanza nella Proposta di Regolamento*

In questo scenario, “entra in gioco” e si inserisce l’AI Act, che, per la gran parte del testo, non si occupa di imprese bancarie, né di sistema finanziario ma che, ciononostante, recepisce (neanche tanto) surrettiziamente, alcuni propositi “di sistema” a dir poco deflagranti.

Andando con ordine, la Proposta di Regolamento⁶⁰ proponeva che le autorità di vigilanza finanziaria (e, quindi, anche quelle di vigilanza prudenziale) svolgessero il compito di supervisori dell’IA.

In particolare, il Considerando 80 della Proposta di Regolamento proponeva che «[...] *le autorità responsabili del controllo e dell’applicazione della normativa in materia di servizi finanziari, compresa, se del caso, la Banca centrale europea, [fossero] designate come autorità competenti ai fini del controllo dell’attuazione del presente regolamento, anche in relazione alle attività di vigilanza del mercato, per quanto riguarda i sistemi di IA forniti o utilizzati da istituti finanziari regolamentati e sottoposti a vigilanza*».

⁵⁹ In altri termini, nel caso un intermediario faccia ricorso a modelli interni per il calcolo dei requisiti di capitale ponderati per i rischi (“*risk weighted assets*”), l’Autorità di vigilanza dovrebbe poter verificare e, se del caso, sindacare il percorso “argomentativo” e “logico” attraverso cui si sarebbe giunti a un tale risultato, a prescindere dal fatto se tale modelli statistici interni si servano o meno di tecnologie di IA. Allo stesso modo, l’attività di ispezione effettuata presso un intermediario bancario deve poter verificare l’attività di valutazione del merito creditizio dei suoi clienti, sia che la valutazione sia condotta da una persona fisica sia che venga portata dall’IA (o con l’ausilio di quest’ultima).

⁶⁰ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale (legge sull’intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell’Unione, Bruxelles, 21.4.2021, COM(2021) 206 final, 2021/0106(COD).

Non solo: la Proposta di Regolamento proponeva di modificare alcune disposizioni della CRD IV per integrare nel quadro prudenziale elementi riguardanti la valutazione di tecnologie applicate all'IA.

Più nello specifico, si intendeva integrare negli obblighi e nelle procedure esistenti a norma della CRD IV la procedura di valutazione della conformità e alcuni degli obblighi procedurali dei fornitori in materia di gestione dei rischi, monitoraggio successivo alla commercializzazione e documentazione. Ciò significa – volendo tradurre il (talvolta) criptico periodare dei testi normativi del legislatore europeo – che la gestione dei sistemi di IA, per le banche, ricade nell'ambito delle regole di *governance* interna e dell'applicazione delle procedure in materia di gestione dei rischi. Di conseguenza, non stupisce il rimando esplicito all'art. 74 della CRD IV⁶¹ che, come visto, prevede che le banche debbano dotarsi di solidi dispositivi di governo societario, di una chiara struttura dell'organizzazione, nonché di processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali esse sono o potrebbero essere esposte. La medesima impostazione è stata applicata al caso del controllo di qualità dei sistemi di IA, che rimanda ai meccanismi di *governance* delle banche di cui all'art. 74 della CRD IV⁶².

A questo punto, emergono svariate perplessità interpretative.

Come noto, già dalla Proposta, si distingueva principalmente tra fornitori e *deployer*, ossia tra chi sviluppa il sistema di IA e lo immette sul mercato o in servizio sotto la propria responsabilità, e chi lo utilizza. In linea di principio, sui fornitori di sistemi IA ricadono la maggior parte degli obblighi previsti dalla Proposta (e ora dal Regolamento), e quindi dei relativi costi di *compliance*. Nell'ottica del legislatore europeo, ciò si rendeva necessario dal momento che questi operatori economici sono responsabili dello sviluppo dei sistemi di IA, considerata come la fase più sensibile nel relativo ciclo di vita e in cui è possibile predisporre e approntare misure di mitigazione per la maggior parte dei rischi insiti in un tale applicativo.

Ora, dal momento che, nella maggior parte dei casi, le banche acquistano tecnologie piuttosto che svilupparle, sorge il dubbio se il rapporto dialettico tra la Proposta di Regolamento e la CRD IV muti a

⁶¹ Cfr. art. 9, par. 9, della Proposta di Regolamento.

⁶² Cfr. art. 17, par. 3, della Proposta di Regolamento.

seconda che la banca sia *provider* o mero *deployer* di applicazioni di IA.

Ad esempio, la Proposta⁶³ e il successivo AI Act approvato⁶⁴ impongono ai fornitori di IA: (i) di redigere la documentazione tecnica che spieghi la tecnologia adottata, (ii) di osservare le norme per valutare la conformità della tecnologia prima della sua “immissione nel mercato”, nonché (iii) di predisporre un sistema di conservazione dei *log* generati automaticamente dal sistema di IA.

Tutte queste disposizioni chiariscono poi che, qualora il fornitore sia una banca, queste tre attività debbono ricadere “sotto l’ombrello” dell’architettura di *governance* interna disegnata dall’art. 74 della CRD IV.

Ebbene, da più parti, si sono correttamente sollevati dubbi circa la praticabilità di una siffatta soluzione, dal momento che dovrebbe essere il fornitore del *software* e dell’applicativo di IA (che la banca di volta in volta utilizza) ad essere assoggettato a tali obblighi (piuttosto che la banca stessa, del resto il più delle volte estranea e non coinvolta in tali attività)⁶⁵.

L’altro “binario” di sovrapposizione tra la Proposta di Regolamento e il diritto bancario “tradizionale” (su cui è intervenuto un ripensamento all’atto della predisposizione del testo finale dell’AI Act) riguardava il regime relativo alla valutazione di conformità cui sono onerati i sistemi di IA ad altro rischio in base ai quali gli stessi debbono rispondere a precisi requisiti tecnici prima di poter essere forniti ed utilizzati⁶⁶.

Ancora una volta è il fornitore a dover dimostrare la conformità di un sistema di IA ad alto rischio, a seguito di una procedura di auto-verifica (v. allegato VI) oppure attraverso una procedura di valutazione da parte di un soggetto terzo (i.e., un organismo notificato di cui all’allegato VII).

Nel caso in cui il sistema di IA sia fornito o “messo in servizio” da una banca, la Proposta di Regolamento stabiliva che «*la valutazione della conformità [sarebbe stata] effettuata nell’ambito della procedura di cui agli articoli da 97 a 101 [della CRD IV]*», vale a dire in base al

⁶³ Cfr. artt. 18, 19 e 20 della Proposta di Regolamento.

⁶⁴ Cfr. artt. 11, 17, 18, 19, 43, 46 47 del Regolamento.

⁶⁵ Si rimanda a R. LENER, *Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 214.

⁶⁶ Cfr. artt. 43 e 41 della Proposta di Regolamento.

processo di revisione e di valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, più noto come SREP), che rappresenta una procedura portata avanti dai supervisori per valutare la situazione, non solo patrimoniale, della banca e connotato da più marcata valenza prudenziale. Ciò evidentemente avrebbe trascinato l’Autorità di vigilanza in un “terreno poco familiare”, dal momento che la valutazione di conformità sarebbe stata di natura sostanzialmente diversa rispetto a quella prevista dall’AI Act: non sarebbe stata condotta, cioè, *ex ante* come richiesto dall’art. 43 della Proposta, ma solo *ex post*, in conformità alla natura della valutazione condotta dall’Autorità di vigilanza prudenziale nel contesto dello SREP⁶⁷.

4.3. *La posizione della BCE*

Dinnanzi a un tale “reticolo” di disposizioni, è comprensibile il disorientamento cui si è assistito, soprattutto proveniente da parte della Banca Centrale Europea (“BCE”) in qualità di autorità di supervisione europea.

Ciò non tanto in considerazione delle “strette” del mandato della BCE, che, ai sensi dell’art. 127, par. 6, TFUE, limita la devoluzione delle competenze alla BCE ai compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie. Il rischio sarebbe stato quello di un affidamento *ultra vires* del ruolo di supervisore dell’IA⁶⁸ che avrebbe cozzato con la prudenza della BCE nell’intervenire in materia contigue e adiacenti, come dimostrato dal caso dell’anti-riciclaggio⁶⁹. Ma, soprattutto,

⁶⁷ Cfr. *infra* Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021 relativo a una proposta di regolamento che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale (CON/2021/40) (2022/C 115/05), par. 2.2.5.

⁶⁸ Soprattutto, tenendo conto della base giuridica dell’AI Act, vale a dire l’art. 114 TFUE.

⁶⁹ Corte di giustizia, sentenza del 22 giugno 2022, causa T-797/19, *Anglo Austrian e BeleggingMaatschappij “Far-East” BV v ECB*, ECLI:EU:T:2022:389. Rimanendo a questo esempio, il 19 giugno 2024 è stato pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione europea il Regolamento (UE) 2024/1624 del Parlamento e del Consiglio del 31 maggio 2024 relativo alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (“AMLR”), che entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla sua pubblicazione e si applicherà a partire dal 10

perché, pur tenendo sullo sfondo il dato normativo, le Autorità di vigilanza prudenziale non sono equipaggiate per diventare, da un giorno all'altro, Autorità di vigilanza e supervisione della tecnologia, non solo dal punto di vista delle competenze.

Si è fatta strada, in altri termini, la convinzione generalizzata che la sorveglianza di un mercato come quello dell'IA non abbia natura intrinsecamente prudenziale, giacché l'obiettivo non è quello di preservare la stabilità finanziaria, ma di scongiurare l'utilizzo fraudolento delle applicazioni di IA, a scapito degli interessi dei consumatori e dei diritti individuali.

In questi termini, si esprime chiaramente la BCE nella sua Opinione sulla Proposta di Regolamento⁷⁰, secondo cui «[...] *la BCE suggerisce che, per essere coerente con le sue competenze in materia di vigilanza prudenziale ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, del trattato e del regolamento sull'MVU* [il Meccanismo di Vigilanza Unico ndr], *il testo della proposta di regolamento dovrebbe chiarire in modo inequivocabile che la BCE non è designata come autorità di vigilanza del mercato né incaricata di compiti di vigilanza del mercato*»⁷¹.

Di conseguenza, «*la BCE evince che il legislatore dell'Unione non propone che la BCE agisca come autorità di vigilanza del mercato in*

luglio 2027. Il 19 giugno 2024 è stata pubblicata anche la Direttiva (UE) 2024/1640 relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono mettere in atto per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che abroga la Direttiva (UE) 2015/849 ("AMLD6"). In tali documenti si delinea compiti e poteri di un'apposita Authority che, tra le altre cose, avrà il compito, richiamando la CRD IV, all'art. 117, par. 5, di condividere con le autorità di vigilanza prudenziale informazioni rilevanti per i loro compiti. Si rimanda al Parere della BCE del 16 febbraio 2022 relativo a una proposta di regolamento che istituisce un'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (CON/2022/4) (2022/C 210/05). Si veda ancora E. MCCAUL, *Anti-money laundering and banking supervision*, speech at Leaders in Finance AML Europe 2023 event, Brussels, 29 June 2023.

⁷⁰ Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021 relativo a una proposta di regolamento che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (CON/2021/40) (2022/C 115/05).

⁷¹ Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021, cit., punto 2.1.6. Si ribadisce, al punto 1.6., che si auspica un chiarimento del ruolo della BCE, specialmente per quanto riguarda: (1) le competenze di vigilanza prudenziale della BCE in generale e relativamente alla vigilanza del mercato e alla valutazione della conformità, e (2) l'applicazione della Proposta rispetto all'assolvimento dei compiti della BCE ai sensi del TFUE.

relazione agli enti creditizi sottoposti alla sua vigilanza ai sensi della proposta di regolamento. Tale conclusione è in linea con i considerando del regolamento sull'MVU, i quali chiariscono che le autorità nazionali sono competenti a garantire un livello elevato di tutela dei consumatori»⁷².

In modo ancor più cristallino, la BCE si pronuncia in favore di un approccio neutrale dal punto di vista tecnologico nella vigilanza prudenziale degli enti creditizi⁷³, proponendosi di mantenere condizioni di parità, all'insegna del principio-guida e del mantra del «*same activity, same risks, same rules*»⁷⁴.

Il parere della BCE esprime, dunque, una posizione ragionevole e costituisce un crocevia ineludibile nel contesto “dinamico” della vigilanza bancaria e dell'IA.

Non si auspica solo una definizione più chiara del ruolo della BCE ai fini della vigilanza sull'IA “finanziaria”. Ma si propone che la vigilanza sulle tecnologie debba “incarnare” il modello della vigilanza “per attività” in luogo di quella “per soggetti”, proprio in ragione della trasversalità delle applicazioni di IA che possono servire ad una banca per profilare un cliente, oppure ad una piattaforma di *social network* per offrire una pubblicità “su misura” agli utenti. Ciò non deve arrivare al punto di privare l'Autorità di vigilanza degli strumenti per verificare eventuali elementi di rischio per il governo societario, la stabilità patrimoniale e, in generale, l'attività della banca. Del resto, si tratta di predisporre un flusso informativo minimo e un'impalcatura di

⁷² Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021, cit., punto 2.1.5.

⁷³ Scendendo sul piano della pratica, può aiutare un esempio: se la banca utilizza sistemi di IA per valutare il merito di credito di un cliente, la BCE potrà valutare siffatta tecnologia sotto il profilo della sana e prudente gestione, ma non sotto il profilo della tutela del consumatore/utente cui venga erogato o rifiutato il finanziamento richiesto e che eventualmente potrà rivolgersi all'Autorità garante della Concorrenza e del Mercato o al Garante privacy (ma non certo all'autorità di supervisione) in caso di doglianze che coinvolgano profili consumeristici o *privacy*.

⁷⁴ Si rimanda a quanto riportato da Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), *30 Recommendations on Regulation, Innovation and Finance* (Dec 2019); European Commission, *A Digital Finance Strategy for the EU* (Sep 2020); Financial Stability Board, *Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities* (17 July 2023). Cfr. la relazione di A. ENRIA (Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE), *A binary future? How digitalisation may change banking*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 11 marzo 2019, disponibile sul sito Internet della vigilanza bancaria della BCE.

supervisione prudenziale già inclusa nell'art. 74 della CRD IV, là dove si richiede che la banca si doti di un solido sistema di *governance*.

4.3. La “chiusura del cerchio” nel testo finale del Regolamento: il livello “nazionale”

Scendendo sempre più nello specifico – e guardando dentro le “maglie” del testo finale Regolamento nel suo rapporto con la regolazione di settore –, il coordinamento tra vigilanza dell'IA e la vigilanza finanziaria rimane un tassello prioritario nel più complesso mosaico dell'architettura istituzionale dell'IA⁷⁵.

In primo luogo, l'art. 70 del Regolamento impone agli Stati membri di designare una o più autorità nazionali competenti, con funzioni di vigilanza del mercato e della sua corretta applicazione⁷⁶. Gli Stati membri possono decidere se creare un'autorità di controllo per l'IA *ad*

⁷⁵ Si veda, per alcuni primi commenti, G. SCHNEIDER, *La proposta di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale alla prova dei mercati finanziari: limiti e prospettive (di vigilanza)*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, III, 1014 ss.; S. PELLERITI, *Breve analisi della governance istituzionale delineata nella proposta di regolamento UE sull'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, Suppl. III, 280; S. VILLANI, *Il sistema di vigilanza sull'applicazione dell'AI Act: ognuno per sé?*, in *Quaderni AISDUE*, 2024, I, 1.

⁷⁶ Secondo il paragrafo 3 della medesima disposizione, è necessario che le Autorità nazionali competenti «*dispongano di sufficiente personale permanentemente disponibile, le cui competenze e conoscenze comprendono una comprensione approfondita delle tecnologie, dei dati e del calcolo dei dati di IA, della protezione dei dati personali, della cibersicurezza, dei diritti fondamentali, dei rischi per la salute e la sicurezza e una conoscenza delle norme e dei requisiti giuridici esistenti*». Gli Stati membri possono decidere di nominare qualsiasi tipo di soggetto pubblico, conformemente alle loro specifiche caratteristiche ed esigenze organizzative nazionali. Tuttavia, il paragrafo 1 ricorda che le autorità dovranno agire «*in modo indipendente, imparziale e senza pregiudizi, in modo da salvaguardare i principi di obiettività delle loro attività e dei loro compiti nell'applicazione e attuazione del regolamento*». Il rinvio a tali requisiti è benvenuto e in linea con i compiti affidati alle autorità che, pur non essendo organi giurisdizionali, avranno anche poteri investigativi e correttivi. In argomento, v. L. TORCHIA, *I poteri di vigilanza, controllo e sanzionatori nella regolazione europea della trasformazione digitale*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2022, IV, 1110.

*hoc*⁷⁷ o affidare le relative funzioni e responsabilità ad un'autorità indipendente già esistente⁷⁸.

Si tratta essenzialmente di un'attività di supporto dal momento che le autorità potranno fornire orientamenti e consulenza sull'attuazione del Regolamento, in particolare in favore delle PMI, comprese le *start-up*. Ma non solo. Si prefigura, poi, la vera e propria funzione di vigilanza. Sebbene, infatti, la maggior parte dei sistemi di IA non sia soggetta a requisiti e obblighi specifici in quanto non categorizzati come ad alto rischio, le Autorità di vigilanza del mercato potranno adottare misure in relazione a tutti i sistemi di IA che presentino un rischio conforme al Regolamento⁷⁹, chiedendo ai fornitori informazioni, accedendo alla documentazione, sollecitando l'adozione di misure correttive e il ritiro del sistema di IA dal mercato, se necessario⁸⁰. Com'è ovvio, l'esercizio da parte dell'Autorità di

⁷⁷ L'AI Act articola i poteri delle Autorità di vigilanza create *ex novo* rinviando esplicitamente al sistema istituito dal Regolamento (UE) 2019/1020 sulla vigilanza del mercato e la conformità dei prodotti.

⁷⁸ In Italia, il confronto si è rivelato particolarmente serrato: il governo ha affidato, infatti, i compiti di vigilanza all'Agenzia per l'Italia Digitale e all'Agenzia per la Cybersicurezza. Dall'altra, il Garante Privacy ha rivendicato il proprio ruolo privilegiato nell'attuazione dell'AI Act, «*in ragione della sua competenza sulle norme da applicare e delle sue caratteristiche di indipendenza. [...] Il Garante possiede infatti, già oggi, i requisiti di competenza e, assieme, indipendenza necessari per garantire un'attuazione del Regolamento coerente con l'obiettivo di garanzia di un livello elevato di tutela dei diritti fondamentali nel ricorso all'IA, sancito dall'art. 1, p. 1*». Si rimanda, per approfondimenti, al Garante per la protezione dei dati personali, Segnalazione al Parlamento e al Governo sull'Autorità per l'Intelligenza Artificiale del 25 marzo 2024.

⁷⁹ Artt. 79-80 del Regolamento.

⁸⁰ Fatti salvi i poteri di controllo di propria iniziativa, ai sensi dell'art. 73, l'adozione delle menzionate misure potrebbe avvenire a seguito della ricezione di segnalazioni relative a gravi incidenti da parte dei fornitori di IA, di cui l'Autorità di vigilanza dovrà informare gli organismi pubblici nazionali nonché la Commissione sulla base di quanto già previsto dagli artt. 19 e 20 del Regolamento (UE) 2019/1020. Oppure, come stabilito dall'art. 85, «*qualsiasi persona fisica o giuridica*» che abbia motivo di ritenere che vi sia stata una violazione delle disposizioni dell'AI Act potrà presentare all'Autorità di vigilanza un reclamo motivato. Qualora le misure correttive di cui sopra non siano sufficienti, l'art. 99 introduce la possibilità per le Autorità di vigilanza di adottare sanzioni pecuniarie e altre misure di esecuzione, inclusi avvertimenti e misure di natura non pecuniaria, applicabili in caso di violazione del Regolamento da parte degli operatori.

vigilanza del mercato dei poteri sanzionatori dovrà essere soggetto alle garanzie procedurali previste dal diritto dell'Unione e da quello nazionale, incluso il diritto ad un ricorso giurisdizionale effettivo⁸¹.

In secondo luogo, per i sistemi di IA ad alto rischio immessi sul mercato, messi in servizio o usati da istituti finanziari disciplinati dal diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari, l'autorità di vigilanza del mercato (una nozione, questa, che necessiterà di ulteriori affinamenti) è l'autorità nazionale responsabile della vigilanza finanziaria di tali enti, nella misura in cui l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso del sistema di IA siano direttamente collegati alla fornitura di tali servizi finanziari⁸².

Dunque, in linea con l'autonomia procedurale degli Stati membri, la dimensione organizzativa delle Autorità di vigilanza (e anche la distribuzione dei poteri rispetto all'imposizione di eventuali sanzioni in caso di violazioni dell'AI Act) è demandata alle normative nazionali.

Tuttavia, il Regolamento prevede tre eccezioni. La prima è indicata all'art. 74, par. 3, secondo cui, salvo diversa e motivata decisione adottata a livello nazionale, l'Autorità di vigilanza del mercato per i sistemi collegati a prodotti disciplinati dalla normativa di armonizzazione dell'Unione elencata nell'allegato I, sezione A (vale a dire, la normativa relativa ai prodotti già sottoposti a controlli nel quadro del mercato interno), sarà quella già designata a norma di tali atti giuridici. In secondo luogo, stando all'art. 74, par. 6 del Regolamento, per i sistemi di IA ad alto rischio immessi sul mercato, messi in servizio o usati da istituti finanziari disciplinati dal diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari e creditizi, l'autorità di vigilanza del mercato sarà quella responsabile della vigilanza finanziaria (art. 74, par. 6). La terza eccezione, prevista all'art. 74, par. 8, riguarda i sistemi utilizzati a fini di attività di contrasto, gestione delle

⁸¹ Cfr. art. 99, par. 10, AI Act. È verosimile immaginare che i provvedimenti adottati dalle Autorità di vigilanza possano essere sottoposti al sindacato delle Corti nazionali (e, nel caso, della Corte di giustizia tramite un rinvio pregiudiziale) nel rispetto, nuovamente, dell'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

⁸² Cfr., art. 74, par. 3, AI Act. In questo senso, è prevista anche una deroga, in ragione della quale, tenuta ferma l'esigenza e la garanzia di coordinamento, lo Stato membro può individuare un'altra autorità competente come autorità di vigilanza del mercato ai fini dell'operatività del Regolamento.

frontiere, giustizia e tutela dei processi democratici nonché i sistemi di IA ad alto rischio elencati nell'allegato III⁸³: in questi casi, gli Stati membri dovranno designare come Autorità di vigilanza del mercato le autorità di controllo competenti per la protezione dei dati a norma del Regolamento (UE) 2016/679 (“GDPR”) e della Direttiva (UE) 2016/680 (c.d. “Direttiva Polizia”)⁸⁴.

Le riserve di competenza espressamente previste dall’AI Act sono finalizzate ad evitare che le attività di vigilanza pregiudichino la capacità delle autorità già esistenti di svolgere i loro compiti secondo quanto previsto dal diritto dell’Unione.

Dai potenziali conflitti di attribuzione del potere di vigilanza a diverse autorità discenderà l’esigenza di rintracciare un punto di equilibrio e un coordinamento tra queste per garantire la “messa a terra” del Regolamento a livello degli Stati membri. Un problema di *governance* “istituzionale”, quest’ultimo, già affrontato dalla Corte di giustizia nel 2023 nel caso Meta Platforms e al⁸⁵ e dal Consiglio di Stato nel caso Telepass c. AGCM⁸⁶. Nel caso riguardante Meta, si lamentava il fatto che il ricorso, da parte delle Autorità garanti della concorrenza alle disposizioni del GDPR per contestare una condotta in ipotesi anti-competitiva (o, comunque, rilevante ai fini del diritto della concorrenza) avrebbe determinato una potenziale lesione delle competenze dei Garanti privacy. La Corte di giustizia ha riconosciuto alle autorità amministrative degli Stati membri la possibilità di esercitare una competenza condivisa, purché non sostitutiva, facendo

⁸³ Nel dettaglio, la disposizione fa riferimento all’utilizzo dei sistemi di IA per la raccolta di dati biometrici (Allegato III, punto 1) e ai sistemi ad alto rischio previsti nell’Allegato III, punti 6, 7 e 8. Da notare che le autorità per la protezione dei dati dovrebbero auspicabilmente presentare alla Commissione una relazione annuale sull’uso dei sistemi di identificazione biometrica “in tempo reale”; un auspicio che, tuttavia, è contemplato esclusivamente nel Considerando 36 ma non si rinviene nel testo del Regolamento.

⁸⁴ Si fa riferimento alla Direttiva (UE) 2016/680 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016 relativa alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali da parte delle autorità competenti a fini di prevenzione, indagine, accertamento e perseguimento di reati o esecuzione di sanzioni penali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la decisione quadro 2008/977/GAI del Consiglio.

⁸⁵ Corte di giustizia, sentenza 4 luglio 2023, causa C-252/21, sentenza Meta Platforms Inc and Others v Bundeskartellamt, ECLI:EU:C:2023:537.

⁸⁶ Consiglio di Stato, Sez. VI, 15 gennaio 2024, n. 497.

discendere direttamente dal principio di leale collaborazione, previsto dall'art. 4, par. 3, TUE un dovere di collaborazione e di coordinamento tra dette autorità.

Calando l'argomentazione della Corte di giustizia al caso dell'AI Act, parrebbe verosimile sostenere che, se questo ragionamento "tiene" per Autorità di vigilanza con competenze istituzionali e *mission* differenti ma che si allineano nella pratica, *a fortiori* ciò vale per le autorità amministrative espressamente titolate ad intervenire per vigilare sull'attuazione dell'IA, che dovranno cooperare tra loro al fine di garantire, da un lato, l'effettiva applicazione della normativa di settore e, dall'altro, la coerenza del sistema di protezione istituito dal Regolamento⁸⁷. Questa urgenza è pure desumibile dalla risalente giurisprudenza della Corte di giustizia, secondo cui le autorità amministrative degli Stati membri debbono assistersi reciprocamente nell'adempimento dei compiti derivanti dai Trattati, adottare ogni misura necessaria per assicurare l'adempimento degli obblighi risultanti dagli atti adottati dalle istituzioni, nonché evitare di adottare qualsiasi misura che potrebbe compromettere il raggiungimento degli obiettivi dell'Unione⁸⁸.

Da ultimo, l'importanza della leale collaborazione è emersa pure nel corso del G7 privacy tenutosi a Roma⁸⁹ e sta affiorando sempre più anche nella letteratura scientifica⁹⁰.

Ad ogni modo, è giocoforza attendersi nel breve-medio termine un intervento della Corte di giustizia che chiarisca questo aspetto controverso e non disciplinato dal Regolamento; ciò per scongiurare il rischio di interpretazioni divergenti tra le diverse Autorità di vigilanza

⁸⁷ M. KLAMERT, *Article 4 TEU*, in M. KELLERBAUER (eds.), *The EU Treaties and the Charter of Fundamental Rights – A Commentary*, Oxford, 2019, 35; F. CASOLARI, *La leale cooperazione tra Stati membri e Unione europea. Studio sulla partecipazione all'Unione al tempo delle crisi*, Napoli, 2020, *passim*.

⁸⁸ Corte di giustizia, sentenza 7 novembre 2013, causa C-518/11, UPC Nederland, punto 59; Corte di giustizia, sentenza 1 agosto 2022, cause C-14/21 e C-15/21, Sea Watch, punto 156.

⁸⁹ Statement on the Role of Data Protection Authorities in Fostering Trustworthy AI, 11 ottobre 2024, par. 16.

⁹⁰ Da ultimo, P. DE HERT, P. HAJDUK, *EU cross-regime enforcement, redundancy and interdependence. Addressing overlap of enforcement structures in the digital sphere after Meta*, in *Technology & Regulation*, 2024, I, 291.

nazionali circa l'attività di supervisione sull'attuazione del Regolamento.

4.4. *Il livello sovra-nazionale: il ruolo della BCE*

Si disegna (verrebbe da dire, si abbozza) anche un tentativo di coordinamento “istituzionale” sovra-nazionale e intersettoriale, dal momento che le Autorità nazionali di vigilanza del mercato che controllano gli enti creditizi (quelle che rientrano nel quadro della CRD IV) sono chiamate a comunicare alla BCE qualsiasi informazione individuata nel corso delle attività di vigilanza del mercato che possa essere di potenziale interesse per i compiti in materia di vigilanza prudenziale⁹¹.

Il punto di caduta di questo disegno “istituzionale” si rinviene nell'art. 74 e nei Considerando 155-158 del Regolamento ed è pienamente in linea con le indicazioni della BCE nel contesto del suo parere sull'originaria Proposta di Regolamento.

Più nello specifico, per quanto riguarda i servizi finanziari basati sull'IA, la BCE manterrà le sue funzioni di vigilanza prudenziale sui processi di gestione del rischio e sui meccanismi di controllo interno

⁹¹ Più nello specifico, secondo il Considerando 158, «[a]l fine di garantire la coerenza dell'applicazione e dell'esecuzione degli obblighi previsti [...] in materia di servizi finanziari, è opportuno che le autorità competenti del controllo e dell'esecuzione di tali atti giuridici, in particolare le autorità competenti qual definite al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio e alle direttive 2008/48/CE, 2009/138/CE, 2013/36/UE, 2014/17/UE e (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio, siano designate, nell'ambito delle rispettive competenze, quali autorità competenti ai fini del controllo dell'attuazione del presente regolamento, anche in relazione alle attività di vigilanza del mercato, per quanto riguarda i sistemi di IA forniti o utilizzati da istituti finanziari regolamentati e sottoposti a vigilanza, a meno che gli Stati membri non decidano di designare un'altra autorità per svolgere tali compiti di vigilanza del mercato. [...] È opportuno prevedere che, quando agiscono in qualità di Autorità di vigilanza del mercato a norma del presente regolamento, le Autorità nazionali responsabili della vigilanza degli enti creditizi disciplinati nel quadro della direttiva 2013/36/UE, che partecipano al meccanismo di vigilanza unico istituito dal regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, comunichino senza ritardo alla Banca centrale europea qualsiasi informazione individuata nel corso delle attività di vigilanza del mercato che possa essere di potenziale interesse per i compiti in materia di vigilanza prudenziale della Banca centrale europea specificati in tale regolamento».

degli enti creditizi⁹². Tali processi e meccanismi possono riguardare anche le soluzioni tecnologiche adottate dagli enti creditizi e rientrano nei poteri di vigilanza prudenziale della BCE solo nella misura in cui tali soluzioni possano avere un impatto sulla sicurezza e sulla solidità degli enti creditizi e sulla stabilità del sistema finanziario⁹³.

Tale competenza “funzionale” della BCE sui sistemi di IA è ormai parte del bagaglio acquisito dei cultori del diritto dell’economia, giacché la Corte di giustizia, in casi più o meno recenti (basti pensare, solo per citarne alcuni, ai casi *ESMA Short Selling*⁹⁴, *FBF*⁹⁵, *Corneli*⁹⁶ e tenendo sullo sfondo i “pilastri” *Meroni*⁹⁷ e *Romano*⁹⁸), ha posto l’accento sull’importanza dei “plasmare” i poteri di natura discrezionale delle Autorità di vigilanza finanziarie nello svolgimento dei compiti di regolazione e supervisione degli intermediari bancari⁹⁹, soprattutto in

⁹² Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021, cit., punto 2.3.

⁹³ *Ivi*, par. 2.1.4.

⁹⁴ Corte di giustizia, sentenza del 22 gennaio 2014, Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, Causa C-270/12, par. 53.

⁹⁵ Corte di giustizia (Grande Sezione), sentenza del 15 luglio 2021, Fédération bancaire française (FBF) c. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, Causa C-911/19, ECLI:EU:C:2021:599.

⁹⁶ Corte di giustizia, sentenza del 12 ottobre 2022, Francesca Corneli c. Banca Centrale Europea, Causa T-502/19, ECLI:EU:T:2022:627.

⁹⁷ Corte di giustizia, sentenza del 13 giugno 1958, Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, società in accomandita semplice contro l’Alta Autorità della Comunità europea del Carbone e dell’Acciaio, C-10-56, 69 ss., ECLI:EU:C:1958:8.

⁹⁸ Corte di giustizia, sentenza del 14 maggio 1981, Giuseppe Romano c. Institut National D’Assurance, C-98/80.

⁹⁹ Si vedano, per un inquadramento di ordine generale sul tema (a prescindere dai singoli casi trattati), i contributi di M. CHAMON, *EU Agencies between “Meroni” and “Romano” or the Devil and the Deep Blue Sea*, in *Common Market Law Review*, 2011, 48, 1057; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, EBI Working Paper Series 2021 n. 106, 19 November 2021, 27-29; F. ANNUNZIATA, T. BRAGA DE ARRUDA, *The Corneli Case and the Application of National Law by the European Central Bank*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4477503, 22 June 2023; A. WITTE, *The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?* in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2014, Vol. 21, Issue I, 89; L. BOUCON, D. JAROS, *The application of national law by the European Central Bank within the EU Banking Union’s Single Supervisory Mechanism: A new mode of European integration?*, in *European Journal of Legal Studies*, 2018, X, 155. Per un ottimo contributo recente che ripercorre tutte le tappe appena tratteggiate, si

coincidenza temporale con la realizzazione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU)¹⁰⁰.

rimanda a D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell' autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in questa *Rivista*, 2023, I, 1.

¹⁰⁰ Per un' impostazione teorica sul MVU, si v. F. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria. Una sfida per un' Europa più unita*, Torino, 2013, *passim*, che chiarisce come tale meccanismo segni un' importante tappa nel processo di integrazione europea tramite un progetto tecnico che mira a rafforzare la costruzione dell' UE. Per ulteriori approfondimenti, si v. S. ANTONIAZZI, *Il meccanismo di vigilanza prudenziale. Quadro d'insieme*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Pisa, 2016, 175. Inoltre, si v. E. FERRAN, V.S.G. BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, 13, II, 255. Solo per riannodare i fili della discussione, si ricorderà, sino ad epoca recente – e anche sulla scorta dei lavori preparatori del Regolamento MVU (e poi SSM), – l' opinione prevalente era nel senso di escludere che alla BCE spettassero poteri di natura regolamentare nel contesto della vigilanza prudenziale, essendo questi ultimi attribuiti all' EBA, e non alla BCE (e ciò al fine di non violare il principio di conferimento delle competenze). Come noto, il MVU è stato creato con il Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi. Il Regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca centrale europea del 16 aprile 2014 (noto come “regolamento quadro sull' SSM”) ha istituito il quadro di cooperazione nell' ambito del MVU tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali di vigilanza. Il MUV, operativo dal 1 novembre 2014, è uno dei pilastri fondamentali dell' Unione bancaria europea. L' apparentemente granitico fronte dottrinale ha cominciato, tuttavia, ad incrinarsi non soltanto in quanto autorevoli interpreti hanno messo in discussione la bontà della scelta operata, ma anche perché, più di recente, la conclusione in precedenza raggiunta è stata oggetto di ripensamenti. Il *vulnus* alla teoria della insussistenza in capo alla BCE di poteri di natura regolamentare è venuto a crearsi in relazione all' esercizio delle discrezionalità che la normativa europea di primo livello lascia alle Autorità nazionali competenti. Più nello specifico, come noto, nel corso degli anni si è assistito a una tensione, ancora perdurante, fra il processo di “accentramento” che ha interessato soprattutto la *governance* bancaria a seguito degli eventi innescati dalla crisi del 2008 con il conferimento di una posizione di preminenza agli organi centrali dell' UE, oltre che di più penetranti poteri amministrativi accordati alla BCE rispetto al passato e la sussistenza di elementi di ampio decentramento amministrativo, con il rilevante ruolo svolto dalle autorità nazionali nell' ambito della *governance* bancaria multilivello, disegnata dal legislatore europeo successivamente alla crisi finanziaria del 2008. Il tema dell' attribuzione alla BCE di compiti di natura regolamentare ha rappresentato un punto focale della nuova architettura della vigilanza: v., in proposito, già E. WYMEERSCH, *The European Banking Union, a first analysis*, *Financial Law Institute*, Working Paper, 2012-7, 4. Per un inquadramento di quei poteri, che vengono

Fermo quanto precede, il peso crescente che la BCE ha acquisito nel panorama complessivo della vigilanza – e che viene a rafforzarsi come conseguenza dell’AI Act – pone il problema dello svolgimento di funzioni regolamentari da parte della BCE ben al di là dei limiti sopra tracciati, e, segnatamente, per il tramite di strumenti di “*soft law*”. Interpretazioni, linee guida, orientamenti, pareri, prassi di vigilanza – tutti campi sui quali la BCE è fortemente impegnata – finiscono, infatti, per avere un impatto tanto maggiore quanto più è “autorevole” la fonte dalla quale promanano.

In un modello che tende ad assumere una configurazione sempre più verticistica, nel quale si amplia, di fatto, il peso della BCE, il rilievo della *soft law* che promana da quest’ultima è, dunque, inevitabilmente destinato ad aumentare, e il Regolamento fornisce, naturalmente, notevole supporto a questa tendenza. Il fenomeno, peraltro, si accentuerà nel tempo, man mano che la stessa BCE stratificherà *expertise*, prassi di vigilanza, orientamenti, pareri, linee-guida. Esso tenderà ad annacquare la (tendenziale) rigida ripartizione di ruoli tra regolamentazione e vigilanza che ispira l’architettura del sistema di vigilanza europeo, e porrà sempre di più sul campo il tema, di non agevole soluzione, dei rapporti tra BCE e EBA¹⁰¹.

Seguendo questa “pista”, al di fuori di tali compiti di vigilanza prudenziale, la BCE non dovrebbe essere titolare di alcuna competenza per i compiti di vigilanza del mercato evidenziati *supra* nei Considerando 155-158. Ciononostante, già il parere della BCE “lasciava una porta aperta”, non escludendo l’attribuzione di poteri di

esercitati nel contesto della formulazione degli ITS e RTS, E. FERRAN, *The Existential Search of the European Banking Authority*, ECGI Law Working Paper, n. 297/2015; S. DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Banca Centrale Europea e l’Autorità Bancaria Europea*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2015, IV, 1243. Più di recente, si rimanda a A. WITTE, K. LACKHOFF, “Art. 4 SSMR” in *Brussels Commentary on the European Banking Union* (eds. J. Binder, C. Gortsos, K. Lackhoff, and C. Ohler), Baden-Baden: Beck C. H., 2022, 71; A. BROZZETTI, *La vigilanza nell’ambito del Meccanismo di vigilanza unico*, in A. NIGRO (a cura di), *Giurisprudenza bancaria (2016-2017)*, Milano, 2019, 64.

¹⁰¹ Si rimanda a M. ORTINO, *Le competenze regolatorie dell’Unione europea in materia bancaria*, Torino, 2021, *passim*; ID., *Il soft law nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2020, I, 93; F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avvilluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario?*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 34.

sorveglianza del mercato in materia di sistemi di IA alle autorità nazionali competenti designate per la vigilanza degli enti creditizi, per ragioni di coerenza e di efficacia dei risultati di vigilanza in termini di costi¹⁰². E in questo senso si deve leggere, infatti, l'aggiunta relativa alla necessità, da parte delle Autorità nazionali di vigilanza del mercato ai sensi della CRD IV, di riferire alla BCE qualsiasi informazione individuata nel corso delle loro attività di vigilanza del mercato, che possa essere di potenziale interesse per la vigilanza prudenziale della stessa BCE.

4.5. Il livello sovra-nazionale: il ruolo dell'AI Office e del Consiglio per l'IA

A dimostrazione delle frizioni e dei rischi di sovrapposizione, il Regolamento prevede che, per i sistemi di IA impiegati dalle istituzioni dell'Unione, l'autorità competente ai fini di vigilanza sia il Garante europeo della protezione dei dati ("EDPS"). In questo caso, tuttavia, la BCE ha sottolineato l'importanza di limitare la vigilanza delle autorità europee e nazionali di protezione dei dati sui sistemi di IA eventualmente adottati dalla BCE o dalle banche centrali nazionali, in modo da preservare l'indipendenza delle autorità finanziarie nello svolgimento dei compiti a queste conferiti dal TFUE¹⁰³. Un'altra invasione di campo, forse, o, quantomeno, lo sconfinamento verso la

¹⁰² Cfr. Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021, cit., par. 2.2.3.

¹⁰³ Si legge, al par. 2.4. della Parere della Banca Centrale Europea del 29 dicembre 2021, cit., che «[è] importante sottolineare che la BCE e le BCN [le Banche centrali nazionali, n.d.r.] dovrebbero essere in grado di svolgere in modo indipendente i compiti ad esse attribuiti dal trattato, ad esempio quando utilizzano qualsiasi applicazione di intelligenza artificiale per definire e attuare la politica monetaria e per promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Occorre tuttavia riconoscere che l'indipendenza del SEBC [Sistema europeo di banche centrali, n.d.r.] nello svolgimento dei suoi compiti non lo esonera da ogni norma di diritto dell'Unione. La BCE evince che qualsiasi eventuale vigilanza della BCE da parte del GEPD [Garante europeo della protezione dei dati, n.d.r.] e delle BCN da parte delle autorità nazionali competenti sarebbe limitata a controlli adeguati su un sistema di IA e sulla governance del sistema stesso e non sarebbe in alcun modo intesa a pregiudicare la capacità della BCE e delle BCN di svolgere in modo indipendente i compiti loro attribuiti dal Trattato».

consacrazione del principio della competenza funzionale, che va, però, meglio calibrato e “centellinato”.

Un ulteriore livello di complicazione scaturisce dall’analisi del perimetro della governance dell’IA nell’Unione, che ha ricadute decisive in punto di supervisione e nel cui contesto si distinguono quattro attori principali: il Consiglio europeo per l’intelligenza artificiale (European Artificial Intelligence Board, o anche Consiglio per l’IA)¹⁰⁴, l’AI Office¹⁰⁵, il Forum consultivo e il Gruppo scientifico di esperti indipendenti¹⁰⁶.

In linea di principio, il Consiglio per l’IA dovrebbe coordinare la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali e la Commissione nel campo della regolamentazione dell’IA, promuovere l’analisi delle questioni emergenti e l’individuazione di *best practices* nel campo dell’IA. In altri termini, tale organo dovrebbe rivestire una funzione consultiva, estendendo le sue competenze alla Commissione e agli Stati membri e favorendo un processo decisionale informato nel campo dell’IA. Il Forum consultivo e il Gruppo scientifico di esperti indipendenti rappresentano, invece, organismi di esperti indipendenti, designati a fornire approfondimenti tecnici al Consiglio per l’IA e alla Commissione, così idealmente rafforzando le basi dello sviluppo e della regolamentazione dell’IA. A ciò si aggiungono, come detto, un livello di *governance* anche a livello nazionale, in cui ogni Stato membro è tenuto a nominare autorità nazionali competenti per la notifica e la vigilanza dei sistemi di IA, che operino in autonomia, imparzialità e indipendenza (anche a livello di risorse).

Al contempo, la Commissione istituirà apposite strutture di prova e di supporto alla sperimentazione dell’IA per assistere le attività di sorveglianza del mercato e di conformità¹⁰⁷, confermando l’importanza dell’ambiente controllato delle *sandbox* di regolamentazione ai fini di sviluppo, sperimentazione e la convalida di sistemi innovativi di IA.

A tal proposito, sono proprio le *sandbox* regolatorie il “terreno di elezione” in cui si sviluppano le prime forme di collaborazione tra Autorità di vigilanza nazionali e Consiglio per l’IA, alle quali quest’ultimo è chiamato a partecipare insieme alle autorità nazionali

¹⁰⁴ Cfr. art. 65 del Regolamento.

¹⁰⁵ Cfr. art. 64 del Regolamento.

¹⁰⁶ Cfr. Considerando 151 del Regolamento.

¹⁰⁷ Cfr. art. 84 e Considerando 152 del Regolamento.

competenti (che rimangono i *dominus* rispetto ai poteri di poteri di vigilanza e correttivi delle autorità che supervisionano la *sandbox*)¹⁰⁸, sempre con l'obiettivo di adattare al nuovo Regolamento eventuali sperimentazioni di applicazioni *Fintech*, che, anche qui, dovrebbero essere improntate al principio «*stessa attività, stesso rischio, stesse regole*»¹⁰⁹.

Di là dal caso delle *sandbox*, l'AI Act promuove uno sforzo di cooperazione “ad ampio spettro” del Comitato, anche, se del caso, con gli organismi, i gruppi di esperti e le reti dell'UE pertinenti, in particolare nei settori dei servizi finanziari e delle criptovalute¹¹⁰, che dovrà confluire nell'emanazione di linee guida, pareri e raccomandazioni (anche unitamente alle autorità nazionali competenti nel settore finanziario)¹¹¹ e che contribuiranno a definire il quadro “dinamico” dell'IA all'interno della regolamentazione finanziaria di settore.

Inoltre, una banca dati comune dell'Unione raccoglierà informazioni sui sistemi di IA ad alto rischio, che dovranno essere registrati dai fornitori e dai *deployer* prima dell'immissione sul mercato o dell'utilizzo¹¹². I *deployer* dovranno, poi, istituire sistemi di monitoraggio post-vendita per i sistemi di IA ad alto rischio e rispettare i requisiti e i divieti stabiliti dal Regolamento¹¹³. Gli Stati membri dovranno stabilire regole per le sanzioni in caso di non conformità, che potranno arrivare fino a 35 milioni di euro o al 7% del fatturato mondiale annuo per le pratiche di IA vietate¹¹⁴. Gli obblighi di riservatezza si applicheranno, poi, a tutti gli attori coinvolti nell'applicazione del Regolamento, rispettando i diritti di proprietà intellettuale e i segreti commerciali¹¹⁵.

Un discorso a parte va fatto in relazione all'AI Office, istituito lo scorso gennaio 2024 all'interno della Commissione¹¹⁶ con lo scopo di

¹⁰⁸ Cfr. art. 57, par. 15, 16, 17 del Regolamento.

¹⁰⁹ Cfr. art. 58 del Regolamento.

¹¹⁰ Cfr. art. 66, lett. h) del Regolamento.

¹¹¹ Cfr. art. 66, lett. e) del Regolamento.

¹¹² Cfr. artt. 49, par. 1, 71 e Considerando 131 del Regolamento.

¹¹³ Cfr. art. 72, par. 1 e 2 e Considerando 155 del Regolamento.

¹¹⁴ Artt. 99, par. 3 e 101, par. 1 del Regolamento.

¹¹⁵ Artt. 53, par. 1, lett. b) e 78, par. 1, insieme ai Considerando 3 e 88.

¹¹⁶ Decisione della Commissione del 24 gennaio 2024 che istituisce l'Ufficio europeo per l'intelligenza artificiale (C/2024/1459), Art. 1.

garantire lo sviluppo e il coordinamento della politica sull'AI a livello europeo, oltre che di supervisionare l'attuazione e l'applicazione del Regolamento¹¹⁷. L'assunto è che tale neo-costituito Ufficio debba lavorare in continuità e a strettissimo contatto con il Consiglio per l'IA, ma i rischi di tale doppio binario sono, a tutt'oggi, ancora inesplorati¹¹⁸.

Più nello specifico, il mandato dell'AI Office consiste nel contribuire all'attuazione, al monitoraggio e alla supervisione dei sistemi di IA e dei modelli di IA per finalità generali (modelli GPAI)¹¹⁹, compresa l'adesione ai codici di condotta approvati¹²⁰ e unitamente al supporto alla *governance* dell'IA¹²¹. Attraverso una rigorosa supervisione delle misure di applicazione, l'AI Office ha l'autorità di richiedere informazioni e documentazione ai fornitori di modelli di AI per scopi generali, di condurre valutazioni complete dei loro sistemi¹²², e di imporre misure per garantire la conformità o attenuare i rischi¹²³. L'AI Office garantisce, inoltre, l'esercizio di taluni diritti procedurali agli operatori economici di modelli di AI per scopi generali, consentendo loro di contestare potenziali violazioni del Regolamento.

Sebbene il suo mandato principale possa essere identificato nel garantire conformità al Regolamento¹²⁴, si possono rinvenire cinque principali gruppi di competenze dell'AI Office¹²⁵:

a. In primo luogo, è stato affidato un ruolo di vigilanza e di *enforcement*, in base al quale l'AI Office ha l'autorità di avviare "dialoghi strutturati", vale a dire scambi sistematici di informazioni,

¹¹⁷ Cfr. art. 64 del Regolamento.

¹¹⁸ Cfr., come esempio, l'art. 66, lett. k) del Regolamento, che, in maniera estremamente vaga, impone al Consiglio per l'IA di «assistere l'Ufficio per l'IA nel sostenere le autorità nazionali competenti nell'istituzione e nello sviluppo di spazi di sperimentazione normativa per l'IA e facilitare la cooperazione e la condivisione di informazioni tra gli spazi di sperimentazione normativa per l'IA».

¹¹⁹ Cfr. Considerando 97 del Regolamento.

¹²⁰ Considerando 117 del Regolamento.

¹²¹ Art. 3, par. 47, del Regolamento.

¹²² Art. 92, par. 1 e Considerando 164 del Regolamento.

¹²³ Art. 93 e Considerando 164 del Regolamento.

¹²⁴ Considerando 148 del Regolamento.

¹²⁵ Per un'analisi completa del ruolo dell'AI Office, si rimanda a M.L. PASSADOR, *AI in the Vault: AI Act's Impact on Financial Regulation*, in corso di pubblicazione in *Loyola University of Chicago Law Review*, 2025; ID., *AI Act and the ECB: Steering Financial Supervision in the EU*, in corso di pubblicazione in *Columbia Journal of European Law*, 2025, Volume 30, II.

dati e approfondimenti tra gli organismi di regolamentazione e i *provider* di modelli GPAI¹²⁶, assicurando trasparenza, responsabilità e aderenza agli standard normativi, di richiedere a questi ultimi informazioni e documentazione in merito ai *test* interni, e alle procedure di contenimento del rischio¹²⁷, di condurre valutazioni complete dei loro sistemi, in particolare per quanto riguarda i rischi sistemici¹²⁸, e di attuare misure per garantire la conformità o l'attenuazione dei rischi.

A ben vedere, i poteri dell'AI Office sono di duplice natura. Da un lato – a dimostrazione del suo ruolo “proattivo” –, l'AI Office è autorizzato a richiedere e ottenere la documentazione tecnica dei modelli GPAI¹²⁹, le copie dei mandati dei rappresentanti autorizzati dei *provider*¹³⁰ e, più in generale, «*su richiesta motivata [...] tutte le informazioni e la documentazione per dimostrare il rispetto degli obblighi*»¹³¹. D'altro canto, in senso opposto, l'AI Office sarà il destinatario di tutte informazioni in virtù degli obblighi imposti ai fornitori di modelli GPAI, che dovranno notificare allo stesso Ufficio quando si viene a conoscenza del fatto che un modello GPAI soddisfa (o soddisferà in futuro) i requisiti che presentano un rischio sistemico¹³², mentre il rappresentante autorizzato dovrà revocare il proprio mandato e informare l'AI Office se il fornitore violi il Regolamento¹³³. Inoltre, l'AI Office sarà destinatario di un flusso informativo proveniente anche da altri enti pubblici, come le relazioni annuali sulle *sandbox* regolamentari delle Autorità nazionali¹³⁴.

b. In secondo luogo, l'AI Office svolge un ruolo centrale nella prevenzione dell'uso improprio dei sistemi di IA. In questa veste, dovrebbe promuovere lo sviluppo di codici di condotta, linee guida volontarie volte a garantire un'IA etica e affidabile a livello europeo. A tal fine, l'AI Office deve collaborare con le Autorità nazionali competenti, consultarsi con le organizzazioni della società civile, con

¹²⁶ Cfr. art. 91, par. 2 del Regolamento.

¹²⁷ Cfr. art. 88 del Regolamento.

¹²⁸ Cfr. art. 92, par. 1 e par. 7 del Regolamento.

¹²⁹ Art. 53, par. 1 del Regolamento.

¹³⁰ Cfr. art. 54, par. 2 del Regolamento.

¹³¹ Art. 54, par. 3, lett. c) del Regolamento.

¹³² Considerando 112 del Regolamento.

¹³³ Art. 53, par. 5 del Regolamento.

¹³⁴ Art. 57, par. 9, lett. b) e par. 15 del Regolamento.

gli esperti e con altri organismi che si occupano di IA, come il Gruppo di esperti scientifici¹³⁵. Inoltre, deve facilitare la stesura di codici di condotta per l'applicazione volontaria di requisiti specifici a tutti i sistemi di IA, che rappresentano un'altra forma di auto-regolamentazione per i *provider* di IA¹³⁶. A dimostrazione di ciò, la Commissione si riserva il diritto di autorizzare e validare un codice di condotta scelto e un codice di buone pratiche, se ritenuto opportuno dall'AI Office¹³⁷. In aggiunta a quanto sopra, l'AI Office dovrebbe promuovere la convergenza delle migliori pratiche nelle procedure di appalto pubblico nel settore, che sono le procedure attraverso le quali le autorità pubbliche acquistano i sistemi di IA¹³⁸.

c. In terzo luogo, l'AI Office fungerà da “cardine” attorno a cui convergeranno le Autorità nazionali, gli altri organismi europei che si occupano di IA, i fornitori e gli utilizzatori. In particolare, fornirà informazioni alle autorità nazionali su richiesta e, se del caso, per accertare la non conformità dei sistemi di IA ad alto rischio¹³⁹. Inoltre, svolgerà un ruolo di supporto nei confronti del Consiglio per l'IA, partecipando, senza diritto di voto, alle riunioni di quest'ultimo, facilitandone i lavori e contribuendo alla predisposizione dell'ordine del giorno¹⁴⁰. Da ultimo, aggiornerà attivamente il Consiglio per l'IA su eventuali allarmi relativi a rischi sistemici e sulle misure attuate in risposta (in genere, i *follow-up* tradizionali riguarderanno principalmente le indagini)¹⁴¹.

Queste situazioni di allarme saranno segnalate dal Gruppo scientifico di esperti indipendenti, che è parzialmente supervisionato dall'AI Office, in quanto responsabile della definizione di procedure per prevenire (e gestire) i conflitti di interesse all'interno del Gruppo di esperti¹⁴². Inoltre, il Gruppo di esperti indipendenti svolgerà un ruolo cruciale per l'AI Office, fornendo a quest'ultimo organismo consulenza

¹³⁵ Art. 56 e Considerando 116 del Regolamento.

¹³⁶ Art. 75, par. 2 e art. 95, par. 1 del Regolamento.

¹³⁷ Considerando 117 del Regolamento.

¹³⁸ Art. 62, par. 3, lett. d) del Regolamento.

¹³⁹ Art. 75, par. 3 del Regolamento.

¹⁴⁰ Art. 65, par. 2 e par. 4 del Regolamento.

¹⁴¹ Art. 90, par. 2 e Considerando 163 del Regolamento.

¹⁴² Art. 68, par. 4 del Regolamento.

a livello generale e sostenendo le sue attività di monitoraggio¹⁴³. L'AI Office può anche offrire assistenza per il coordinamento delle indagini congiunte condotte dalle Autorità nazionali di vigilanza del mercato, incaricate di sorvegliare e far rispettare la conformità dei sistemi di AI ad alto rischio¹⁴⁴. Infine, l'AI Office assisterà e consiglierà le Autorità nazionali nella creazione di *sandbox* regolamentari¹⁴⁵.

d. In quarto luogo, il nuovo Ufficio ha il compito di svolgere una serie di attività rivolte al pubblico, come, ad esempio, coordinare campagne di comunicazione volte a sensibilizzare il settore sugli obblighi derivanti dal Regolamento¹⁴⁶, creare una piattaforma unica per la diffusione delle informazioni¹⁴⁷ e pubblicare un registro delle *sandbox*¹⁴⁸. Inoltre, è responsabile della fornitura di modelli e *template* per la sintesi dei dati di utilizzati per l'attività di *training* dei modelli GPAI¹⁴⁹ e, su richiesta del Consiglio dell'IA, di altri eventuali *template* utili allo scopo¹⁵⁰. Ancora, l'AI Office può predisporre e proporre termini contrattuali-modello da utilizzare su base volontaria dai fornitori di sistemi di IA ad alto rischio e da terze parti che forniscono strumenti, servizi, componenti o processi utilizzati nei sistemi di IA ad alto rischio¹⁵¹.

5. Una ricostruzione critica del “reticolo” di competenze nella supervisione dell'IA (e alcune proposte di riforma)

Il *focus* del presente contributo si è appuntato principalmente sullo scenario istituzionale e sulla struttura di *governance* del Regolamento, ma, nel prossimo futuro, è verosimile che si presentino ulteriori sfide riguardanti l'interazione tra l'AI Act e le altre normative nazionali e internazionali di interesse per il governo dell'IA. A livello

¹⁴³ Art. 68, par. 3 e Considerando 163 del Regolamento.

¹⁴⁴ Art. 75, par. 2 e Considerando 161 del Regolamento.

¹⁴⁵ Art. 57, par. 15 del Regolamento.

¹⁴⁶ Art. 62, par. 3, lett. c) del Regolamento.

¹⁴⁷ Art. 62, par. 3, lett. b) del Regolamento.

¹⁴⁸ Art. 57, par. 16 del Regolamento.

¹⁴⁹ Art. 53, par. 1, lett. d) del Regolamento.

¹⁵⁰ Art. 62, par. 3, lett. a) del Regolamento.

¹⁵¹ Art. 25, par. 4 e Considerando 90 del Regolamento.

A livello europeo, sarà urgente valutare e “testare” nuove forme di coordinamento, in particolare alla luce delle potenziali sovrapposizioni con il GDPR¹⁵², il *Digital Markets Act* (“DMA”)¹⁵³ e il *Digital Services Act* (“DSA”)¹⁵⁴.

A livello internazionale, la necessità di allineamento è altrettanto pressante e non meno controversa, tenuto conto dell’approccio all’argomento dei due maggiori attori politici globali, la Cina¹⁵⁵ e gli Stati Uniti¹⁵⁶.

¹⁵² Un esempio emblematico in questo senso è la limitazione provvisoria del trattamento, ai sensi dell’art. 58, par. 2, lett. f) del GDPR disposta nel marzo 2023 dal Garante privacy italiano, nei confronti di Open AI, società statunitense sviluppatrice del prodotto “ChatGPT”, definibile, ai sensi dell’AI Act, come GPAI. Con un comunicato stampa del 29 gennaio 2024 il Garante Privacy rendeva noto di aver notificato a OpenAI l’atto di contestazione per aver violato, sotto molteplici profili, la normativa in materia di protezione dei dati personali. Più di recente, con provvedimento n. 755 del 2 novembre 2024 [doc. web n. 10085455], il Garante ha adottato un provvedimento correttivo e sanzionatorio con cui ha comminato ad OpenAI una sanzione di 15 milioni di euro e ingiunto la realizzazione di una campagna informativa di sei mesi. Tale decisione muove dall’*interim report* prodotto a maggio 2024 dalla *task force* istituita dall’EDPB. Cfr. Report of the work undertaken by the ChatGPT Taskforce, 23 maggio 2024. Si veda ancora E. DROUARD, O. KUROCHKINA, R. SCHLICH, D. OZTURK, *The Interplay between the AI Act and the GDPR: Part II – Compliance Challenges for AI Systems That Use Personal Data*, in *AIRe*, 2024, III, 297 ss. Per una guida sulle principali sfide della Generative AI alla privacy, cfr. EDPS, *Generative AI and the EUDPR. First EDPS Orientations for ensuring data protection compliance when using Generative AI systems*, 3 giugno 2024.

¹⁵³ Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (regolamento sui mercati digitali), L 265/1, 12.10.2022.

¹⁵⁴ Regolamento (UE) 2022/2065 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 ottobre 2022 del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE (regolamento sui servizi digitali), L 277/1, 27.10.2022.

¹⁵⁵ La Cina ha emanato diverse normative mirate in tema di IA, comprese quelle che riguardano esplicitamente l’IA generativa. Cfr. S. MIGLIORINI, *China’s Interim Measures on generative AI: Origin, content and significance*, in *Computer Law and Security Review*, Volume 53, 2024, 105985.

¹⁵⁶ Negli Stati Uniti manca attualmente un modello di *governance* dell’IA, in quanto il quadro giuridico esistente (l’*executive order* del Presidente, Joe Biden) ha un campo di applicazione e meccanismi di attuazione limitati. Norme divergenti a

In un contesto siffatto, è ovvio che il Regolamento è un “cantiere aperto” e, ciononostante, diverse proposte di modifica possono essere avanzate e divenire oggetto di discussione pubblica¹⁵⁷.

In prima battuta, occorrerà riconoscere ancor più centralità e delineare ancor più nitidamente il ruolo dell’AI Office. Del resto, è già stato riconosciuto che, a valle dell’entrata in vigore del Regolamento, ben potranno essere apportate modifiche significative alla sua operatività, al fine di migliorarne la sua capacità di adempiere agli obblighi e facilitare la supervisione dell’Unione su specifiche tecnologie di IA. A tal proposito, sarà richiesto alla Commissione di presentare al Parlamento e al Consiglio dell’UE una valutazione sull’operato dell’AI Office, verificando se i poteri e le competenze conferiti siano adeguati rispetto agli obiettivi del Regolamento¹⁵⁸.

Più nello specifico, sarebbe auspicabile una maggiore chiarezza sui termini dell’indipendenza operativa dell’AI Office. Sarebbero altrettanto utili delle linee guida che ne delineino il mandato decisionale, l’indipendenza finanziaria e le capacità di coinvolgimento di soggetti esterni¹⁵⁹.

livello statale (come la legge sull’IA della California SB 1047, su cui di recente il governatore della California, Gavin Newsom ha posto il veto) potrebbero creare un mosaico problematico anche all’interno degli Stati Uniti, rendendo ancora più difficile l’allineamento con l’AI Act. Cfr. M WÖRSDÖRFER, *Biden’s Executive Order on AI and the E.U.’s AI Act: A Comparative Computer-Ethical Analysis*, in *Philosophy & Technology*, 2024, 37, 74.

¹⁵⁷ Si veda, per un dettagliato dibattito sul tema, C. NOVELLI, P. HACKER, J. MORLEY, J. TRONDAL, L. FLORIDI, *A Robust Governance for the AI Act: AI Office, AI Board, Scientific Panel, and National Authorities*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2024, 1 ss.

¹⁵⁸ Cfr. Art. 112 del Regolamento.

¹⁵⁹ Secondo C. NOVELLI, P. HACKER, J. MORLEY, J. TRONDAL, L. FLORIDI, *op.cit.*, 20 ss., un approccio alternativo, potenzialmente più efficace, consisterebbe nell’organizzazione dell’AI Office come agenzia decentrata dotata di personalità giuridica, alla stregua dell’European Food Safety Authority (EFSA) e dell’European Medicines Afenct (EMA). Il decentramento, concepito per i settori cardine del mercato unico, conferirebbe all’AI Office una maggiore autonomia, tra cui una relativa libertà dalle agende politiche a livello di Commissione, una missione definita, poteri esecutivi e l’autorità di emettere decisioni vincolanti, anche se con possibilità di appello e di review giudiziaria. Tale organizzazione aumenterebbe probabilmente l’indipendenza dell’AI Office dalla Commissione e dalla più ampia matrice istituzionale dell’Unione, posizionandolo come attore chiave nella *governance*

In secondo luogo, occorrerà razionalizzare e sistematizzare la cooperazione tra le autorità nazionali di controllo interessate a livello statale e tra queste e il Consiglio per l'IA e l'AI Office, incaricati, come visto, a vario titolo, di un'attività di *oversight* sulla corretta applicazione del Regolamento nei vari Stati membri e di elaborare linee guida in materia, specialmente in relazione ai modelli GPAI¹⁶⁰.

Quanto previsto dal Regolamento è senza dubbio un incoraggiante punto di partenza.

L'art. 74, par. 11 prevede, infatti, che le Autorità di vigilanza del mercato degli Stati membri e la Commissione propongano attività congiunte al fine di promuovere la conformità, sensibilizzare e fornire orientamenti in relazione all'AI Act riguardo a specifiche categorie di sistemi di IA ad alto rischio che presentino un rischio grave in due o più Stati membri. Queste attività di natura congiunta dovrebbero basarsi sulla procedura prevista all'art. 9 del Regolamento (UE) 2019/1020 sulla vigilanza del mercato e conformità dei prodotti (anche detto "Regolamento sulla sicurezza dei prodotti")¹⁶¹ e sotto il coordinamento dell'AI Office.

Oltre che a raccordarsi sui codici di buone pratiche, il Regolamento prevede anche la possibilità di attivare indagini congiunte tra Autorità di vigilanza. Ai sensi dell'art. 79 par. 3, del Regolamento, se l'autorità di vigilanza di uno Stato membro ritiene che la violazione non sia limitata al suo territorio nazionale ma possa avere un impatto transnazionale, dovrà informare la Commissione e gli altri Stati membri

dell'IA. Quanto al rischio di "*agencification*", una formula usata per descrivere la possibilità di concedere agli organismi di regolamentazione un'autonomia eccessiva ma non completa, cfr. M. SCHOLTEN, M. VAN RIJSBERGEN, *The Limits of Agencification in the European Union*, in *German Law Journal*, 2014, XV, 1223; M. CHAMON, *Setting the Scene: EU Agencies, Agencification, and the EU Administration*, in M. CHAMON (ed), *EU Agencies: Legal and Political Limits to the Transformation of the EU Administration*, Oxford University Press, 2016.

¹⁶⁰ Si v., su questo, anche S. VILLANI, *op.cit.*, 14.

¹⁶¹ Rubricato "Attività congiunte per promuovere la conformità", secondo cui, al par. 1, «[l]e autorità di vigilanza del mercato possono stipulare accordi con altre autorità interessate, organizzazioni che rappresentano gli operatori economici o gli utilizzatori finali per la realizzazione di attività congiunte volte a promuovere la conformità, identificando i casi di non conformità, sensibilizzando sulla normativa di armonizzazione dell'Unione e fornendo orientamenti in merito e per quanto riguarda categorie specifiche di prodotti, in particolare le categorie di prodotti che spesso presentano un rischio grave, compresi i prodotti offerti per la vendita online».

dei risultati della valutazione e delle azioni richieste al fornitore o al *deployer* del sistema di IA. In tali casi, dovrebbe, dunque, applicarsi analogicamente la procedura relativa all'assistenza reciproca e allo scambio di informazioni nei casi transfrontalieri di cui agli artt. 22, 23 e 24 dello stesso Regolamento sulla sicurezza dei prodotti.

Inoltre, il Regolamento contempla la possibilità che qualsiasi autorità di vigilanza del mercato possa chiedere assistenza all'AI Office qualora non sia in grado di concludere un'indagine su un sistema ad alto rischio (ad esempio, a causa dell'impossibilità di accedere a determinate informazioni specifiche relative al modello GPAI su cui è costruito il sistema di IA sottoposto ad indagine¹⁶²).

Rilevante è, infine, l'art. 81 che conferma il ruolo predominante della Commissione all'interno dell'architettura complessiva del Regolamento, attribuendole una serie di poteri il cui "punto di caduta" è un criterio di prevalenza sulle decisioni delle Autorità nazionali. Infatti, è qui previsto che, qualora l'autorità di vigilanza del mercato di uno Stato membro sollevi obiezioni contro una misura adottata da un'altra autorità di vigilanza del mercato, o la Commissione ritenga che la misura sia contraria al diritto dell'Unione, quest'ultima consulterà l'Autorità di vigilanza interessata e l'operatore, e valuterà se la misura nazionale è giustificata e proporzionata. Nel caso in la Commissione la ritenga ingiustificata, la soluzione finale consisterà nel ritiro della misura nazionale da parte dello Stato membro interessato, con contestuale informativa alla Commissione.

È certamente apprezzabile lo sforzo di garantire il coordinamento e l'allineamento tra le Autorità nazionali di vigilanza, specialmente nel caso in cui si ritenga che si possa verificare un utilizzo improprio dei sistemi di IA con impatto (non solo) a livello nazionale ma anche sovranazionale. Ciononostante, tale proposito, raggiunto tramite il rinvio mobile al più generale Regolamento sulla sicurezza dei prodotti, tradisce i limiti di un siffatto meccanismo di vigilanza, costruito sì su un'impalcatura idealmente sovranazionale ma, nell'operatività, "piegato" sulle esigenze nazionali di controllo¹⁶³. Motivo per cui è

¹⁶² Art. 75, par. 3 del Regolamento.

¹⁶³ A conferma del carattere "programmatico" delle disposizioni di vigilanza, si rimanda alle valutazioni di S. VILLANI, *op.cit.*, 16, secondo cui, nell'iniziale Proposta di Regolamento, il Consiglio dell'IA «doveva essere composto dalle autorità

particolarmente preoccupante l'impossibilità da parte del Consiglio per l'IA di sottoporre a scrutinio le decisioni prese dalle Autorità nazionali. L'assenza di qualsiasi forma di "giustiziabilità", a differenza di quanto accade per il Comitato europeo per la protezione dei dati (European Data Protection Board, EDPB) nell'ambito del GDPR, rappresenta in prospettiva una grave lacuna nell'ottica di garantire un'applicazione coerente dell'IA all'interno dell'Unione e, di nuovo, potrebbe plausibilmente condurre a interpretazioni e applicazioni divergenti del Regolamento¹⁶⁴.

A fronte di ciò, è il caso di interrogarsi sul rischio che le Autorità degli Stati membri possano rivendicare parallelamente la competenza in taluni casi, determinando una frammentazione dell'applicazione e, se del caso, l'adozione di decisioni contrastanti, pregiudicando, in ultima istanza, i destinatari di indagini e sanzioni amministrative. Sarà, pertanto, necessario che l'attività di *enforcement* delle autorità muova, di nuovo, dal principio di leale collaborazione previsto dall'art. 4, par. 3, TUE, attingendo ai requisiti e alle modalità di cooperazione tra

nazionali di vigilanza, compreso evidentemente il Garante europeo: in altre parole, in quanto autorità di sintesi delle singole autorità di vigilanza, il [Consiglio per l'IA] si sarebbe auto promosso ad autorità indipendente europea. Tuttavia, questo impianto è stato mitigato a seguito dell'accordo raggiunto nel trilatero, attribuendo la funzione di trait-d'union rispetto alla cooperazione amministrativa al sottogruppo permanente per la vigilanza del mercato (ADCO) [uno dei due sottogruppi permanenti per fornire una piattaforma di cooperazione e scambio tra le autorità di vigilanza del mercato e notificare le autorità su questioni connesse, ndr.], sotto il coordinamento della Commissione che mantiene ben saldo il potere regolatorio. Resta da chiedersi fino a che punto il [Consiglio], che potrà sostanzialmente adottare solo atti di soft law, potrà garantire una supervisione (seppur debole) sull'applicazione uniforme del regolamento. Ciò, tenuto poi conto che il Garante europeo parteciperà al Comitato solamente in qualità di osservatore, smorzando così il carattere sovranazionale del coordinamento».

¹⁶⁴ Su questa falsariga C. NOVELLI, P. HACKER, J. MORLEY, J. TRONDAL, L. FLORIDI, *op.cit.*, 22 ss. hanno proposto di consolidare il Forum consultivo e il Gruppo scientifico di esperti indipendenti in un soggetto giuridico unico che combinerebbe l'ampio coinvolgimento del Forum consultivo con le competenze specializzate e indipendenti del gruppo di esperti scientifici e che, insieme, potrebbero rendere un miglior servizio di supporto e consulenza al Consiglio per l'IA, all'AI Office e ad altre istituzioni o agenzie dell'Unione.

Autorità nazionali già sedimentati nella giurisprudenza della Corte di giustizia¹⁶⁵.

6. Conclusioni

In questo scritto, analizzando le disposizioni di vigilanza dell'AI Act e ponendole in relazione dialettica con la vigilanza "tradizionale", si è tentato di "accendere un faro" su alcune questioni aperte, suggerendo la necessità di un ripensamento del sistema di vigilanza dell'IA, ben oltre le soluzioni che il Regolamento e il DORA hanno appena cominciato a tratteggiare.

In chiave istituzionale e di *governance*, la direzione che è stata impressa risulta fortemente orientata a tutelare, tanto sul piano organizzativo quanto funzionale, le esigenze di controllo sull'IA degli Stati membri. Questo è confermato, in particolare, dal tenore delle disposizioni sulle Autorità di vigilanza nazionali che garantiscono ampia discrezionalità agli Stati membri nella designazione di dette autorità di vigilanza e di controllo. Solo l'AI Office si candida a presentarsi agli operatori come soggetto "terzo" che garantisca un coordinamento effettivo e stringente tra le Autorità di vigilanza, ma evidenti sono i suoi limiti strutturali. Se la BCE continuerà ad occuparsi prevalentemente di vigilanza prudenziale (interessandosi di IA, solo nei limiti in cui possa mettere a rischio la stabilità finanziaria), si conferma, in ultima istanza, l'eccessivo affidamento sull'*enforcement* delle Autorità nazionali degli Stati membri, foriero di divergenze applicative nei diversi ordinamenti.

¹⁶⁵ Corte di giustizia, sentenza 15 giugno 2021, Causa C-645/19, Facebook Ireland Limited e a. contro Gegevensbeschermingsautoriteit, ECLI:EU:C:2021:483. In quella sede, la Corte di giustizia ha confermato la ripartizione delle competenze tra le autorità di vigilanza di diversi Stati membri per preservare il cd. "*one-stop shop mechanism*" (o anche principio dello "Sportello Unico"), sottolineando l'importanza di una cooperazione non solo efficace (come espressamente previsto dall'art. 60 GDPR e dalla legislazione in materia di tutela dei dati personali) ma anche ispirata alla leale collaborazione tra di loro. Parallelamente, si fa strada nella letteratura l'applicazione del criterio di "buona amministrazione" che può fungere da principio guida e limite esterno per orientarsi nel complesso rapporto tra IA e vigilanza (anche bancaria). Si rimanda su questo al contributo di A. AZZUTTI, P.M. BATISTA, W.G. RINGE, *Good Administration in AI-Enhanced Banking Supervision: A Risk-Based Approach*, in *Columbia Journal of European Law*, 2024, Vol. 29, III, 434.

Al cuore rimane la necessità di promuovere, anche per l'IA, un'architettura di vigilanza consapevole, affidabile, trasparente e responsabile e, da qui, confermare il primato di un approccio incentrato sull'uomo e sui diritti (in linea con i valori e le norme dell'Unione, tra cui la Carta dei diritti fondamentali e la Dichiarazione europea sui diritti e i principi digitali), sia per progettazione e per impostazione predefinita nello sviluppo dei prodotti e sistemi sia per le politiche di vigilanza e supervisione¹⁶⁶.

¹⁶⁶ Si rimanda a T. EVAS, *The EU Artificial Intelligence Act: Advancing Innovation for Trustworthy AI*, in *AIRe*, 2024, II, 89 e A. MANTALERO, *The Fundamental Rights Impact Assessment (FRIA) in the AI Act: Roots, legal obligations and key elements for a model template*, in *Computer Law & Security Review*, 2024, 54, 106020.

Sperare per il meglio (ma prepararsi al peggio): il quadro prudenziale dell’Unione europea per gli scenari climatici “bottom-up”*

SOMMARIO: 1. Rischi climatici e ambientali e il mandato delle autorità di vigilanza. – 2. Criticità metodologiche e il ricorso agli scenari. – 3. Cenni introduttivi sugli scenari climatici e ambientali. – 3.1. Nozione, componenti e ambito applicativo. – 3.2. La versatilità degli scenari: analisi delle funzioni – 4. L’integrazione degli scenari nel quadro microprudenziale: fondamento normativo e funzionalità – 4.1. Scenari con finalità di trasparenza – 4.2. Scenari come strumento di valutazione prudenziale – 4.3. Scenari come fondamento valutativo dei “piani di transizione” a finalità prudenziale e informativa – 5. Gli scenari climatici e la vigilanza prudenziale di I e II Pilastro – 6. Scenari climatici e piani di transizione: uno strumento polifunzionale

1. Rischi climatici e ambientali e il mandato delle autorità di vigilanza

È ormai tristemente noto a tutti che il cambiamento climatico rappresenta una delle sfide più pressanti e complesse del XXI secolo. Questo fenomeno, infatti, ha conseguenze rilevanti e di vasta portata che si estendono ben oltre l’ambito ambientale, interessando profondamente anche l’economia e la società nel loro insieme¹. Gli impatti negativi del cambiamento climatico sono osservabili in molteplici settori, dall’agricoltura all’industria, dalle risorse idriche alla salute pubblica, influenzando su scala globale e in modo significativo la qualità della vita e la stabilità economica.

Per contrastare il suddetto fenomeno, l’Unione europea ha lanciato nel 2018 il suo Piano d’azione², adottando a tal fine una serie di numerose iniziative legislative e politiche. In questo complesso quadro normativo, il *Green Deal* europeo – che qui si indicherà anche come

* Sebbene l’articolo sia frutto di riflessioni comuni, i paragrafi 1, 5 e 6 sono attribuibili a Nicolò Galasso e i paragrafi 2, 3 e 4 a Federica Agostini.

¹ UNITED NATIONS OFFICE FOR DISASTER RISK REDUCTION, *Annual Report 2019, 2020*, 52. Il report stima come il decennio 2010-2019 sia stato il peggiore mai registrato in termini di perdite economiche causate da disastri naturali, ammontando a 3 trilioni di dollari, ovvero oltre un trilione in più rispetto al decennio precedente a quello in esame.

² COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione. Un pianeta pulito per tutti. Visione strategica europea a lungo termine per un’economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra*, 2018, COM(2018) 773 final.

“Patto Verde” – rappresenta la stella polare che orienta e coordina le politiche dell’Unione in materia di ambiente e sostenibilità³. Tale documento funge da guida essenziale, delineando una strategia articolata e ambiziosa che intende trasformare l’Europa nel primo continente a impatto climatico zero entro il 2050⁴. Le direttive e gli obiettivi stabiliti nel Patto Verde europeo servono da riferimento costante per l’implementazione di politiche climatiche ed energetiche, indirizzando gli sforzi degli Stati membri verso una transizione ecologica integrata e coerente. Ogni iniziativa legislativa e politica, ogni investimento e progetto intrapreso all’interno dell’Unione sono quindi influenzati e plasmati da questa visione comune, che mira a una sostenibilità duratura e a un’economia “verde” e resiliente.

In questo nuovo contesto caratterizzato da una crescente consapevolezza riguardo alle tematiche ambientali, il Patto Verde sottolinea l’importanza del contributo del settore privato⁵. Si riconosce un ruolo di primo piano alle imprese, le quali saranno fondamentali nel finanziare la transizione verde necessaria per raggiungere la neutralità climatica. Questo impegno implica investimenti significativi e

³ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Il Green Deal europeo*, 2019, COM(2019) 640 final. In letteratura si rimanda a: S. STORM, *The EU’s Green Deal: Bismarck’s “what is possible” versus Thuberg’s “what is imperative”*, in *Institute for New Economic Thinking Working Papers*, 2020, n. 117; A. PADOA SCHIOPPA e A. IOZZO, *Globalizzazione e Unione Europea, sfide e strategie. Profili istituzionali del Green Deal*, in *Centro Studi sul Federalismo Policy Paper*, 2020, n. 42; D. BEVILACQUA, *La normativa europea sul clima e il Green New Deal. Una regolazione strategica di indirizzo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, 2022, II, 297 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2024, 359 ss.; S. MORATTI, *Green Deal europeo: Nuove prospettive per la fiscalità dell’energia nelle politiche di gestione dei rischi climatici*, in *Riv. dir. fin.*, 2020, II, 439 ss. Quest’ultimo evidenzia come tra i successi già ascrivibili al *Green Deal* europeo possa essere annoverato l’aver portato il cambiamento climatico al centro dell’attenzione pubblica, conferendogli una priorità concreta nel dibattito politico e culturale del vecchio continente. Sull’esigenza di un *Green Deal* a livello globale si rimanda a: N. CHOMSKY e R. POLLIN, *Climate Crisis and the Global Green New Deal: The Political Economy of Saving the Planet*, New York, 2020.

⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Il Green Deal europeo*, cit., 4.

⁵ *Ivi*, 19.

innovazioni tecnologiche che permetteranno di ridurre le emissioni di carbonio e promuovere pratiche sostenibili. Di conseguenza, il coinvolgimento attivo del settore privato non solo sarà indispensabile, ma anche determinante, per il successo di questa ambiziosa iniziativa europea⁶.

Nell'ottica del legislatore europeo il settore finanziario e, *in primis*, le banche sono quindi chiamate a un ruolo di primordine nel finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile⁷. Le decisioni degli enti creditizi in materia di sostenibilità ambientale possono avere, infatti, una ricaduta significativa sulle società beneficiarie del credito, dal momento che l'incidenza dei fattori ESG sulle politiche imprenditoriali e di erogazione del credito dell'ente può a sua volta influenzare sistematicamente le decisioni aziendali delle imprese finanziate – desiderose di mantenere le proprie linee di credito – in un'ottica di maggiore integrazione delle tematiche ambientali nel modello di *business* societario⁸. Alle banche compete dunque il ruolo di volano degli investimenti sostenibili, contribuendo a creare un effetto a cascata che, per giunta, dalle società finanziate si riverbera anche su tutte le rispettive catene di approvvigionamento⁹.

Alla luce dell'importante compito che le banche rivestono nella transizione verde dell'Unione europea, appare opportuno analizzare quale sia il ruolo che le autorità di vigilanza sono chiamate a ricoprire in questo mutato contesto sociale ed economico. Se, in un primo momento, si è dedicata scarsa attenzione a quali siano gli obblighi delle

⁶ Sull'argomento si rimanda a D. M. BRINKMAN, *Climate-related risks and banking supervision: From climate change risk mitigation to double materiality*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2023, vol. 30, 397. L'autore evidenzia come la Commissione ponga l'accento su due aspetti fondamentali collegati ai fattori ESG: in primo luogo, è necessario rafforzare gli investimenti sostenibili; in secondo luogo, appare necessario gestire e integrare i rischi climatici nel sistema finanziario. Questo secondo punto, ad avviso degli autori, influenzerà il modo in cui viene condotta la supervisione finanziaria e solleva la questione di eventuali modifiche necessarie al quadro normativo esistente.

⁷ V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 3, 619-620.

⁸ *Ivi*, 602.

⁹ P. CÂMARA, *The Systemic Interaction between Corporate Governance and ESG*, in P. CÂMARA e F. MORAIS (a cura di), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Cham, 2022, 18 ss.

autorità di vigilanza in materia di finanza sostenibile e cambiamenti climatici¹⁰, oggi giorno la situazione sembra drasticamente mutata, anche in ragione dei numerosi interventi che le autorità di vigilanza, non solo europee, hanno intrapreso per favorire lo sviluppo e l'integrità della finanza sostenibile¹¹. Infatti, le autorità di vigilanza hanno iniziato a riconoscere il crescente valore della sostenibilità come parte integrante della loro missione. Questo cambiamento di prospettiva è evidenziato dalle numerose iniziative intraprese per garantire che le istituzioni finanziarie incorporino considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle loro operazioni quotidiane.

È in questo contesto che, a seguito della raccomandazione dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* circa la necessità di integrare i rischi climatici nei processi di valutazione del rischio finanziario¹², è stato modificato il mandato delle agenzie europee di vigilanza, includendovi per la prima volta la tutela dell'ambiente. Il Regolamento (UE) 2019/2175, emendando gli originali regolamenti che istituivano le ESAs, richiede infatti che, nello svolgimento delle loro funzioni, le autorità di vigilanza europee tengano conto dei fattori di carattere ambientale, sociale e di *governance*¹³.

Tuttavia, queste modifiche non rappresentano un cambiamento radicale nel mandato delle ESAs. Nonostante l'importanza dei modelli di *business* sostenibili e dei fattori ESG e la necessità di tenerne conto, la mancanza di una gerarchia tra i compiti delle ESAs crea non poche incertezze applicative dal momento che rischia di collocare i temi ESG in una posizione subordinata rispetto ad altri compiti tradizionalmente attribuiti alle agenzie che compongono il Sistema europeo di vigilanza finanziaria, limitando così il loro impatto effettivo. Vale la pena evidenziare che gli obblighi positivi delle ESAs in materia ESG sono,

¹⁰ N. DE ARRIBA-SELLIER, *Turning gold into green: green finance in the mandate of European financial supervision*, in *Common Market Law Review*, 2021, vol. 58, 1099 ss.

¹¹ Sull'argomento si veda: D. M. BRINKMAN, *op. cit.*, 497 ss.; V. BEVIVINO, *op. cit.*, 593 ss.

¹² HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG), *Financing a sustainable European economy. Interim Report*, 2017, 59.

¹³ Cfr. artt. 1(5)(c), 2(6)(b) e 3(6)(b) Regolamento (UE) 2019/2175. In dottrina si rimanda N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1103. Secondo l'autore, questa riforma è un esempio raro, se non unico, di modifica legislativa di un mandato di vigilanza introdotta in risposta ai cambiamenti climatici o alla finanza verde.

poi, limitati: il dovere di prendere in considerazione i modelli di *business* sostenibili e l'integrazione dei fattori ESG da parte delle autorità non si traduce, infatti, in un esplicito obbligo di integrare queste considerazioni nella regolamentazione, nelle politiche di vigilanza e nelle attività delle ESAs¹⁴.

Contrariamente alle autorità di vigilanza europee che hanno integrato i fattori climatici e di sostenibilità nel loro mandato, la BCE e le autorità di vigilanza nazionali non hanno, invece, introdotto un riferimento esplicito ai fattori ESG nei loro mandati¹⁵. Mentre le ESAs sono ora tenute a considerare modelli di *business* sostenibili e fattori ambientali¹⁶, sociali e di governance nel corso delle loro attività, la BCE e le autorità nazionali si concentrano principalmente sulla stabilità finanziaria e sulla protezione degli investitori, senza un obbligo formale di incorporare i fattori ESG nelle loro valutazioni e politiche di vigilanza¹⁷.

¹⁴ N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1105-1106. In sintesi, queste modifiche non promuovono un principio di «*think sustainable first*», come suggerito dall'HLEG. Cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG), *Financing a sustainable European economy. Interim Report*, 2017, 58.

¹⁵ Le ragioni di una siffatta scelta sembrano essere in parte giustificate dalle difficoltà legate a una modifica del mandato della BCE. Contrariamente a quanto avvenuto per le ESAs, l'inclusione dei fattori ESG nel mandato della BCE non potrebbe essere condotta con procedura legislativa ordinaria, ma richiederebbe necessariamente una revisione dei Trattati istitutivi dell'Unione europea.

¹⁶ Si rileva che le recenti modifiche apportate alla CRD impongono alle ESAs di integrare le questioni ESG negli stress test elaborando, a tal fine, una metodologia comune. Ai sensi dell'art. 100(4) come emendato dalla Direttiva (UE) 2024/1619 (cd. CRD VI) «L'ABE, l'EIOPA e l'ESMA elaborano, attraverso il comitato congiunto di cui all'articolo 54 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010, orientamenti volti a garantire che nelle prove di stress relative ai rischi ambientali, sociali e di governance siano integrate la coerenza, considerazioni a lungo termine e norme comuni riguardanti le metodologie di valutazione. Il comitato congiunto pubblica tali orientamenti entro il 10 gennaio 2026. L'ABE, l'EIOPA e l'ESMA esaminano, attraverso tale comitato congiunto, in che modo i rischi sociali e di governance possano essere integrati nelle prove di stress.».

¹⁷ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related Financial Risk: A Survey on Current Initiatives*, 2020, 7. In dottrina si rimanda a D. M. BRINKMAN, *op. cit.*, 400 ss.; A. SMOLENSKA e T. VAN'T KLOOSTER, *A Risky Bet: Climate Change and the EU's Microprudential Framework for Banks*, in *Journal of Financial Regulation*, 2022, vol. 8, 53 ss.

Ciò nonostante, vi è consenso unanime in letteratura¹⁸ e nella visione dei supervisori nel ritenere che tali rischi, specialmente quelli legati a questioni ambientali e climatiche, possano avere importanti impatti sulla solidità patrimoniale e sulla sana e prudente gestione delle banche, rappresentando di conseguenza una minaccia per la stabilità finanziaria¹⁹.

I rischi finanziari legati al clima, sebbene non esplicitamente menzionati nei mandati delle autorità di vigilanza, vengono quindi ricondotti alle categorie di rischio già esistenti²⁰. I supervisori considerano questi rischi come parte integrante del quadro prudenziale attuale, che richiede alle banche di gestire tutti i rischi rilevanti per garantire la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie. In pratica, i rischi legati al clima sono trattati come componenti dei rischi operativi, di credito, di mercato e di liquidità già previsti nei regolamenti vigenti, il che permette alle autorità di agire per mitigare tali rischi senza la necessità di un'esplicita menzione nei loro mandati²¹.

Se da un lato gli enti creditizi assurgono, almeno teoricamente, al ruolo di promotori del cambiamento climatico, dovendo canalizzare gli investimenti verso società maggiormente attente ai fattori ESG, dall'altro è dunque ben noto alle autorità di vigilanza che le banche sono

¹⁸ Cfr. *ex multis* N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1131; D. M. BRINKMAN, *op. cit.*, 400 ss. e A.SMOLENSKA e T. VAN'T KLOOSTER, *op. cit.*, 53 ss.

¹⁹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Climate-related Financial Risk: A Survey on Current Initiatives*, cit., 7.

²⁰ Cfr. D. M. BRINKMAN, *op. cit.*, 400 ss. e A.SMOLENSKA e T. VAN'T KLOOSTER, *op. cit.*, 53 ss.

²¹ Al di là di quello che è il mandato esplicito delle autorità di vigilanza nell'Unione, c'è da considerare che le autorità di vigilanza siano tenute a rispettare il diritto europeo nella sua interezza, ivi compresa la normativa ambientale e in materia di sostenibilità. La BCE ottiene, infatti, la sua competenza di vigilanza dall'Articolo 127(6) del TFUE e dal Regolamento SSM, così come le ESAs sono enti dell'UE creati dal diritto secondario basato sull'Articolo 114 del TFUE. Di conseguenza, la loro azione è direttamente subordinata al diritto primario. Questo è rilevante anche per le altre istituzioni che compongono il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria, così come per le autorità nazionali competenti che pur essendo organismi di diritto nazionale e governate dal principio di autonomia istituzionale nazionale, fanno parte del Sistema e sono vincolate dal diritto dell'UE, in base all'Articolo 2 dei Regolamenti ESAs. Inoltre, le autorità nazionali competenti devono applicare il diritto dell'Unione quando sono incaricate dell'attuazione del Single Rulebook. Cfr. sull'argomento N. DE ARRIBA-SELLIER, *op. cit.*, 1131.

esposte ai rischi climatici e ambientali²², con evidenti ricadute anche sulla redditività e sull'erogazione del credito²³.

Coerentemente, è la normativa di secondo livello in materia di obblighi di terzo pilastro²⁴ a concettualizzare e fornire una tassonomia dei rischi ambientali, sociali e di governance, ponendo l'enfasi sul loro rilievo finanziario. I rischi legati ai fattori ESG insorgerebbero infatti a causa di “perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di governance sulle controparti o le attività investite dell'ente”²⁵.

²² Nell'ultimo quinquennio i regolatori finanziari si sono occupati con sempre maggiore interesse sull'impatto che i fenomeni ambientali hanno sulla stabilità del sistema finanziario, sia un'ottica microprudenziale che macroprudenziale. Con riferimento al settore bancario si vedano *ex multis* NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *A Call for Action: Climate Change as a source of financial risk*, 2019; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 2020 e da ultimo COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Core Principles for effective banking supervision*, 2024, il quale integra per la prima volta i rischi climatici nei suoi principi di vigilanza. Ad onore del vero, il Comitato di Basilea si era interessato già in precedenza all'impatto dei rischi climatici sul settore bancario, istituendo già nel 2020 una *Task Force on Climate-related Financial Risks*. Anche la letteratura giuridica si è interessata al tema, si vedano a puro titolo esemplificativo: S. GRUNEWALD, *Climate Change as a Systemic Risk in Finance: Are Macroprudential Authorities Up to the Task?*, in D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRUNEWALD (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, 227 ss. e più recentemente S. GRUNEWALD, *Macroprudential policies and climate risks*, in K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (a cura di.), *Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance*, 2023; K. ALEXANDER e P. FISHER, *Banking Regulation and Sustainability*, in F.E.J. BEEKHOVEN VAN DEN BOEZEM, C.J.H. JANSEN e B.A. SCHUIJLING (a cura di), *Sustainability and Financial Markets*, Alphen aan den Rijn, 2019, 7 ss.; R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e Attività Bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 6 ss.

²³ V. BEVIVINO, *op. cit.*, 607. L'autore rileva come le banche siano esposte ai rischi ESG delle loro controparti non tanto per il rilievo ambientale delle attività singolarmente considerate, quanto piuttosto per il modo in cui gli enti creditizi operano, in quanto, a prescindere dalla loro volontà di integrare fattori ambientali nella loro strategia aziendale, le banche sono vulnerabili ai rischi ESG delle aziende e delle organizzazioni con cui interagiscono.

²⁴ In proposito si veda inoltre *infra*, paragrafo 3.1.

²⁵ Cfr. Allegato 2) Allegato XL) 2) a) Regolamento di esecuzione (UE) 2022/2453 della Commissione del 30 novembre 2022 che modifica le norme tecniche di

Proprio in ragione delle evidenti connessioni con i rischi finanziari tradizionalmente intesi, le autorità di vigilanza hanno da tempo concentrato i loro sforzi su una prima mappatura dei rischi ESG, a partire da quelli climatici e legati a fattori ambientali, e la conseguente creazione di una loro tassonomia. Le banche centrali e i supervisori hanno identificato due principali canali di trasmissione dei rischi climatici all'economia e al settore finanziario: i rischi fisici e quelli di transizione²⁶.

I primi derivano dall'impatto di eventi naturali (si pensi ad esempio ad uragani, alluvioni, siccità) sui beni fisici. Questi eventi possono causare la distruzione degli impianti, ridurre la capacità produttiva delle aziende e il loro *output* sul mercato²⁷. Ciò influisce negativamente sul valore dei portafogli degli attori finanziari che detengono partecipazioni in tali società. Ad esempio, un'impresa il cui capitale produttivo è distrutto da gravi cataclismi naturali e che ha contratto un prestito bancario potrebbe non essere in grado di ripagare gli interessi e il capitale ricevuto, con evidenti ripercussioni negative per il rischio di credito e il bilancio delle banche²⁸. Nel novero dei rischi fisici si

attuazione stabilite dal regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 per quanto riguarda l'informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance. Il regolamento fornisce altresì la definizione di rischi ambientali, fisici e di transizione, sociali e di governance, *ibidem*, Allegato II, Allegato XL, 2) b) c) d).

²⁶ Cfr. *ex multis* NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Guide to climate scenario analysis for central banks and supervisors*, 2020; ID, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, 2023, disponibile al seguente link: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-conceptual-framework-nature-risks.pdf>; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit.; COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, 2021, disponibile al seguente link: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf> 9, 26; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Stocktake on Nature-related Risks. Supervisory and regulatory approaches and perspectives on financial risk*, 18 luglio 2024, disponibile al seguente link: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P180724.pdf>

²⁷ R. GOURDEL, I. MONASTEROLO, N. DUNZ, A. MAZZOCCHETTI e L. PARISI, *The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area*, in *ECB Working Paper Series*, 2022, n. 2665, 5 ss.

²⁸ *Ibidem*. Sull'argomento si veda anche L. LAVECCHIA e AL., *Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia*, in *Banca d'Italia Questioni di Economia e Finanza*, 2022, n. 732, 9 ss.

tende, poi, a distinguere tra rischi fisici acuti e cronici, a seconda che sorgano rispettivamente da cataclismi improvvisi come, ad esempio, alluvioni o uragani²⁹ o da cambiamenti progressivi, come l'aumento delle temperature, l'innalzamento del livello del mare, il dissesto idrogeologico, la perdita di biodiversità e la distruzione degli *habitat* naturali³⁰.

Con riferimento alla seconda tipologia di rischi climatici e ambientali, quelli di transizione, essi riguardano le perdite derivanti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio³¹. Questa situazione potrebbe scaturire, ad esempio, dall'adozione improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dai progressi tecnologici o dai cambiamenti nella fiducia e nelle preferenze del mercato³². Appare quindi opportuno sottolineare che le stesse politiche climatiche possono essere foriere di rischi per le imprese se i cambiamenti legislativi avvengono in modo repentino e disordinato³³.

Sebbene da un punto di vista tassonomico le due tipologie di rischio siano facilmente distinguibili, appare necessario evidenziare che, in concreto, tra le due esiste una stretta correlazione: il ritardo nell'adozione di politiche climatiche non solo determina un incremento potenziale del rischio legato ad una transizione disordinata e repentina, ma ha indirettamente effetti anche sul rischio fisico, rendendo più probabile il verificarsi di disastri naturali nel medio-lungo periodo³⁴.

²⁹ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit., 11; NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related risks in prudential supervision. Technical Document*, 2020, 4.

³⁰ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit., 11; De Nederlandsche Bank, *Values at risk? Sustainability risks and goals in the Dutch financial sector*, 2019, 27 ss; NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related risks in prudential supervision. Technical Document*, cit. 10.

³¹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit., 11;

³² *Ibidem*.

³³ R. GOURDEL, I. MONASTEROLO, N. DUNZ, A. MAZZOCCHETTI e L. PARISI, *op. cit.*, 5-6.

³⁴ *Ivi*, 6. Sull'argomento si veda anche I. MONASTEROLO, *Climate change and the financial system*, in *Annual Review of Resource Economics*, 2020, 299 ss.

Un secondo ordine di problemi attiene alle difficoltà di valutazione dei rischi climatici. Oltre ad individuarne le diverse tipologie è, infatti, necessario sviluppare metodologie di calcolo e previsione del rischio che siano maggiormente attendibili. La letteratura scientifica sul tema è fiorente, anche se permangono alcune difficoltà intrinseche alla natura stessa dei rischi climatici e ambientali³⁵.

Tra gli strumenti più versatili e promettenti possono essere annoverati gli scenari, che consentono di effettuare valutazioni prospettiche sulle possibili ricadute future dei rischi climatici e ambientali. Poste le criticità che complicano la quantificazione di tali rischi, si sono affermati un ampio spettro di scenari, profondamente eterogenei sul piano metodologico. Tali divergenze si riverberano anche sull'esito delle valutazioni prospettiche, dando luogo a scenari più "favorevoli" (che potrebbero, tra le altre, ipotizzare un repentino abbattimento totale delle emissioni) e a scenari più "avversi". L'urgenza della crisi climatica obbliga tuttavia gli operatori del mercato e le banche centrali a considerare entrambe le ipotesi, "preparandosi al peggio".

A fronte della natura polivalente di tali strumenti, il nostro lavoro si focalizzerà sul ruolo degli scenari elaborati dalle banche (cosiddetti scenari "bottom-up") nel contesto di vigilanza microprudenziale. Il

³⁵ Per valutare il rischio economico associato a uno *shock* climatico la letteratura economica prende in considerazione tre componenti: probabilità dell'evento (cd. *hazard*), valore delle attività esposte (*exposure*) e perdita attesa per unità esposta (*vulnerability*). Il primo elemento si riferisce alla probabilità che fenomeni naturali estremi o cambiamenti normativi – nel caso di rischio di transizione – si verifichino. A tal riguardo la letteratura scientifica ritiene essenziale avere mappe dettagliate dei rischi climatici e utilizzare dati prospettici per evitare sottostime dei rischi futuri. Con la seconda componente, *exposure*, si valuta il valore economico delle attività che potrebbero essere colpite. È cruciale conoscere la localizzazione e il contributo economico delle unità produttive per una corretta valutazione. Per il rischio di transizione, l'esposizione varia in base alla *carbon intensity* del settore e della tecnologia utilizzata dall'impresa. Dopo aver stimato il valore delle unità esposte e la probabilità dell'evento, si calcola la porzione del valore che andrebbe persa, considerando le coperture assicurative (cd. *exposure*). In argomento si rimanda a: L. LAVECCHIA e AL., *op. cit.*, 9 ss.; E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA, A. MISTRETTA e F. NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Banca d'Italia Questioni di Economia e Finanza*, 2021, n. 608, 32; C. W. CALLAHAN e J. S. MANKIN, *National attribution of historical climate damages*, in *Climate Change*, 2022, 40 ss.

lavoro si pone l'obiettivo di analizzare un tema poco trattato in ambito giuridico, ma che sta acquisendo crescente importanza nella letteratura economica e nell'agenda delle autorità di vigilanza. Alcuni recenti interventi normativi e iniziative della BCE hanno inoltre conferito valore giuridico alla valutazione degli scenari climatici e ambientali, rendendo opportuna un'analisi sistemica delle potenzialità e delle criticità degli stessi.

In particolare, nel prossimo paragrafo analizzeremo le peculiarità dei rischi climatici e ambientali, che giustificano il ricorso agli scenari. Nel terzo paragrafo forniremo la nozione di scenari climatici e ne analizzeremo gli elementi fondamentali, illustrandone i principali profili applicativi. Il quarto paragrafo esaminerà il ruolo degli scenari alla luce delle recenti iniziative europee e transnazionali atte a integrare i rischi climatici nel quadro di vigilanza microprudenziale, al fine di evidenziarne le plurime funzionalità per la gestione dei rischi finanziari derivante dai fattori ESG. Il quinto paragrafo offrirà un'analisi del nesso tra il ricorso agli scenari climatici e i poteri di vigilanza di primo e secondo pilastro. Più nello specifico si cercherà di rispondere all'interrogativo se la BCE abbia la capacità di richiedere agli enti creditizi l'uso degli scenari climatici non solo per valutare la gestione del rischio nell'ambito dei requisiti di Secondo Pilastro, ma anche come base per ulteriori requisiti di capitale nel Primo Pilastro. Inoltre, si indagherà il delicato equilibrio tra la creazione di un quadro normativo uniforme per tutti gli operatori finanziari e il rispetto del principio di proporzionalità, cruciale nella vigilanza prudenziale, con particolare attenzione alle difficoltà che le banche di minori dimensioni potrebbero incontrare. Da ultimo, nel sesto paragrafo, approfondiremo il ruolo degli scenari climatici come fondamento metodologico per la redazione dei "piani di transizione", elaborati dagli enti creditizi con una triplice finalità: di trasparenza, di gestione dei rischi e strategica, al fine ultimo di adeguare il proprio modello imprenditoriale agli obiettivi di transizione.

2. Criticità metodologiche e il ricorso agli scenari

Valutare i rischi legati ai fattori ESG rappresenta una sfida molto più complessa rispetto ai rischi convenzionali affrontati dalle banche. La maggiore difficoltà è legata alla novità del fenomeno e alla mancanza

di precedenti storici su cui fondare le proprie valutazioni³⁶. Le banche, così come le autorità di vigilanza, dispongono, infatti, di pochi dati nei quali radicare i propri modelli matematici, dal momento che si riscontra una difficile comparabilità dei dati provenienti da diversi settori o giurisdizioni e, comunque, i dati disponibili non sono sufficientemente dettagliati o affidabili³⁷. Inoltre, la valutazione di tali rischi presenta svariati profili di incertezza rispetto alla quantificazione dei rischi tradizionali, a fronte della concomitanza di numerose variabili che incidono sulle questioni climatiche ed ambientali, dell'elevata mutevolezza delle stesse, nonché delle svariate divergenze geografiche³⁸. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di complessità legato ai differenti orizzonti temporali in cui i rischi tradizionali e quelli climatici tendono a manifestarsi: questi ultimi si verificano su un arco temporale molto più lungo rispetto ai tradizionali metodi di gestione del rischio, che di solito considerano orizzonti fino ai tre anni, mentre le analisi sul rischio climatico possono estendersi fino alla fine del

³⁶ A. SMOLENSKA e T. VAN'T KLOOSTER, *op. cit.*, 65.

³⁷ Sul punto si veda A. L. RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?*, in D. BUSCH, G. FERRARINI E S. GRUNEWALD (a cura di.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2021, 290 ss; D. M. BRINKMAN, *op. cit.*, 403 ss. Quest'ultimo ritiene che una possibile soluzione al problema sia data dal maggior livello di armonizzazione degli *standard* di *disclosure* introdotti dalle recenti normative europee in materia di *disclosure* e *reporting* di dati legati al clima e all'ambiente. La *disclosure* dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali è ritenuto uno strumento regolamentare importante per tre motivi, che in parte si sovrappongono. Innanzitutto, fornisce dati relativi al clima che permettono a investitori e banche di gestire i propri rischi climatici e ambientali. Inoltre, crea una pressione di mercato sulle istituzioni che divulgano tali informazioni da parte del pubblico, dei gruppi ambientalisti e degli operatori di mercato, incentivandole a affrontare il loro impatto climatico e il rischio associato. Infine, assicura la stabilità finanziaria incrementando il numero di informazioni disponibili al pubblico, aumentando così la probabilità di una corretta valutazione degli *asset* alla luce dei rischi climatici e ambientali a cui sono esposti.

³⁸ COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, 2021, disponibile al seguente *link*: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf>, 9, 26.

ventunesimo secolo³⁹. Da ultimi, tali rischi si manifestano intrinsecamente in modo non lineare, vista la possibile insorgenza di eventi dirompenti che danno luogo a ‘punti di non ritorno’ (cd. *tipping points*) con effetti sostanziali⁴⁰.

Tali problematiche sussistono, e sono addirittura amplificate, in sede di quantificazione dei rischi derivanti da altri eventi naturali, come la perdita della biodiversità, che sono strettamente legati alle specificità territoriali degli ecosistemi e presentano elevate interconnessioni con le questioni climatiche⁴¹.

In conclusione, i rischi finanziari legati al cambiamento climatico rappresentano un fenomeno nuovo che introduce sfide e difficoltà senza precedenti per le istituzioni finanziarie e le autorità di vigilanza. In tale contesto di fondamentale incertezza, gli scenari climatici rappresentano uno strumento promettente ai fini dell’analisi dei possibili impatti potenziali del cambiamento climatico sul settore bancario e finanziario. In tal senso, possono supportare tanto le autorità di vigilanza e il regolatore (a livello “*top-down*”), quanto le banche (a livello “*bottom-up*”⁴²) nella valutazione dei rischi: se il primo profilo applicativo ha una prevalente funzione valutativa, orientata al mercato nel suo complesso (e finalizzata, tra le altre, all’elaborazione di *stress test*), sono gli scenari “*bottom-up*” ad offrire maggiori potenzialità nel quadro

³⁹ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Climate-related risk and financial stability*, 2021, disponibile al seguente link: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_risk_financial_stability_202107~87822fae81.en.pdf; in letteratura si rimanda a A. SMOLENSKA e T. VAN’T KLOOSTER, *op. cit.* 67. Sul punto, si veda inoltre il paragrafo 3.

⁴⁰ COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Climate related risk drivers and their transmission channels*, *op. cit.*, 9, 26. Un ‘punto di ritorno’ è definito come “una soglia di mutamento delle proprietà del sistema oltre la quale si verifica una riorganizzazione del sistema, spesso all’improvviso, e che non consente il ritorno allo stato iniziale, anche qualora i fattori scatenanti del cambiamento vengano meno. Nel contesto climatico, [i punti di non ritorno] attengono a soglie critiche, superate le quali si verifica un cambiamento del clima da uno stato stabile a un altro stato stabile, a livello globale o locale” (*libera traduzione degli autori*) *ibidem*, vi.

⁴¹ NGFS, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, 2023, 12, disponibile al seguente link: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-conceptual-framework-nature-risks.pdf>

⁴² La distinzione verrà ripresa e illustrata *infra*, paragrafo 3.3.

“microprudenziale”. Calati nel contesto nel singolo ente, divengono infatti prodromici alla mappatura e alla determinazione di strategie adeguate per fronteggiare i rischi climatici e ambientali.

3. Cenni introduttivi sugli scenari climatici e ambientali

3.1. Nozione, componenti e ambito applicativo

Emersi negli anni '50 per scopi di pianificazione militare, gli scenari identificano e valutano le implicazioni di una serie di plausibili traiettorie future alternative in condizioni di incertezza. Tipicamente, essi integrano narrazioni di cambiamenti sociali, politici e fisici e indicatori di carattere quantitativo⁴³. Storicamente, hanno trovato maggiore utilizzo in ambito di scienza e politica climatica⁴⁴ in due diverse accezioni: in una prospettiva esplorativa, esaminando il possibile stato del clima nel futuro in una specifica area geografica o in un determinato contesto, e in una prospettiva normativa, valutando le eventuali ripercussioni di politiche climatiche al fine di influenzare i processi decisionali⁴⁵. Da tali considerazioni emerge la chiara natura prospettica degli scenari, che si rivela più confacente all'orizzonte temporale di lungo periodo di manifestazione dell'evoluzione delle variabili climatiche.

In ambito bancario e finanziario, attualmente le autorità e gli operatori del mercato possono attingere ad una vasta gamma di scenari, che si differenziano notevolmente per la finalità, l'ambito geografico e settoriale, nonché per la metodologia applicata.

⁴³ R. H. MOSS, J. A. EDMONDS, K. A. HIBBARD e AL., *The next generation of scenarios for climate change research and assessment*, *Nature*, 2010, vol. 463, 747–756; S. VANDEVEER e S. PULVER, *Scenarios*, in I. MORIN e J. F. ORSINI (a cura di), *Essential Concepts of Global Environmental Governance*, Londra, 2020, 227-230.

⁴⁴ R. H. MOSS, J. A. EDMONDS, K. A. HIBBARD e AL., *op. cit.*, 747.

⁴⁵ Y. TOURKY, J. KEISLER e AL, *Scenario analysis: a review of methods and applications for engineering and environmental systems*, in *Environ Systems and Decisions*, 2013, 5. La documentazione NGFS (vedi *infra*) evidenzia l' idoneità degli scenari a rispondere a due domande fondamentali: “cosa può succedere?” o “cosa dovrebbe succedere?”, NGFS, *Climate Scenarios technical documentation V4.2*, 2023, 7, disponibile al seguente link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/01/16/ngfs_scenarios_technical_documentation_phase_iv_2023.pdf

A fini esemplificativi, possono essere citati scenari come quelli sviluppati dal Gruppo Intergovernativo sul cambiamento climatico (di seguito: IPCC)⁴⁶ e dall’Agenzia Internazionale per l’Energia (di seguito: AIE)⁴⁷, entrambi concepiti per segnalare al legislatore e alle autorità internazionali diverse proiezioni di concentrazione delle emissioni nell’atmosfera. Al contrario, scenari come quelli elaborati dal Network for Greening the Financial System (NGFS)⁴⁸, da ultimo modificati nel 2024⁴⁹, si rivolgono *in primis* alle banche centrali e alle autorità di vigilanza e sono stati pensati per facilitare la valutazione della portata finanziaria e macroeconomica dei rischi climatici, sia a livello ‘micro’ che a livello di sistema⁵⁰. Alcuni scenari sono inoltre

⁴⁶ Si veda, inter alia, il rapporto 2023 del Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico, IPCC, *Climate Change 2023 Synthesis Report Summary for policymakers*, 2023, disponibile al seguente [link: https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_SPM.pdf](https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_SPM.pdf); tali scenari rappresentano il coronamento di una lunga evoluzione a partire dagli scenari elaborati nel 1990, si veda IPCC scenario A (SA90), *Response Strategies Working Group, in Climate Change: The IPCC Scientific Assessment*, in JT HOUGHTON, GJ JENKINS e JJ EPHRAUMS (a cura di), 1990, Cambridge, 329–341. È opportuno evidenziare che gli ultimi scenari IPCC sono stati co-creati con l’ausilio della comunità scientifica. Sulla storia degli scenari IPCC si veda inoltre R. H. MOSS, J. A. EDMONDS, K. A. HIBBARD e AL., *op. cit.*, 749-750.

⁴⁷ Inter alia, IEA, *Net-Zero Emissions by 2050 Scenario*, 2023, disponibile al seguente [link: https://www.iea.org/reports/global-energy-and-climate-model/net-zero-emissions-by-2050-scenario-nze](https://www.iea.org/reports/global-energy-and-climate-model/net-zero-emissions-by-2050-scenario-nze).

⁴⁸ NGFS, *Climate Scenarios Technical Documentation*, 2024, disponibile al seguente [link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/11/20/ngfs_climate_scenarios_technical_documentation.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/11/20/ngfs_climate_scenarios_technical_documentation.pdf). L’NGFS è una rete di 114 banche centrali e autorità di vigilanza finanziaria volta allo sviluppo di raccomandazioni e alla condivisione di migliori pratiche per la gestione dei rischi climatici e ambientali. NGFS, *Origin and Purpose*, disponibile al seguente [link: https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose](https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose).

⁴⁹ Per una panoramica delle ultime modifiche e del funzionamento di tali scenari si veda NGFS, *NGFS long-term climate scenarios – Phase V - High-level overview*, 2024, disponibili al seguente [link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/11/05/ngfs_scenarios_high-level_overview.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/11/05/ngfs_scenarios_high-level_overview.pdf).

⁵⁰ NGFS, *Climate Scenarios Technical Documentation*, 2024, cit., 7-8. Ancorché l’organizzazione si proponga di favorire un’ampia diffusione delle migliori pratiche e degli strumenti adottati anche al di là della compagine della rete, NGFS, *Origin and Purpose*, cit.

caratterizzati da un ambito settoriale e geografico più circostanziato: se gli scenari NGFS guardano all'economia e ai mercati finanziari nel loro complesso⁵¹, quelli del Carbon Risk Real Estate Monitor (CREEM) calcolano diverse traiettorie di allineamento agli accordi di Parigi esclusivamente in riferimento all'ambito immobiliare⁵². Quelli elaborati dalla Commissione europea evidenziano le possibili proiezioni di utilizzo dell'energia, focalizzandosi *in primis* sul contesto comunitario e degli Stati membri⁵³.

Guardando alla struttura interna degli scenari, occorre osservare che in generale la loro componente narrativa si fonda spesso su una o più traiettorie alternative di possibile evoluzione di un insieme di variabili economiche e sociali (le c.d. *Shared Socioeconomic Pathways* (SSP)), incluse la popolazione, il prodotto pro-capite e la sua distribuzione, il grado di urbanizzazione e di istruzione. Viene inoltre ipotizzata una certa concentrazione delle emissioni di gas serra sulla base dell'aumento della domanda di energia (le c.d. *Representative concentration pathways* (RCP)), alla quale è associato un numero che indica l'intensità attesa dei cambiamenti climatici (il "forzante radiativo") alla fine del secolo rispetto al periodo preindustriale⁵⁴. Inoltre, una componente qualitativa centrale agli scenari, come quelli proposti da NGFS, riguarda i mutamenti tecnologici e gli impatti delle politiche climatiche⁵⁵. Per esempio, NGFS propone, rifacendosi alle sopraccitate variabili economiche, sociali e di concentrazione delle

⁵¹ *Ivi*, 7-8.

⁵² CARBON RISK REAL ESTATE MONITOR, *CRREM Risk Assessment Reference Guide – V2*, 2024, disponibile al seguente *link*: https://www.crrem.eu/wp-content/uploads/2024/05/CRREM-Risk-Assessment-Reference-Guide-V2_22_05_2024-final.pdf

⁵³ JOINT RESEARCH CENTRE, EUROPEAN COMMISSION, *Future Scenarios*, disponibile al seguente *link*: https://web.jrc.ec.europa.eu/visitors-centre-tools/energy_scenarios/intro.html

⁵⁴ E. BERNARDINI, I. FAIELLA e AL., *op. cit.*, 9. Sulla loro elaborazione e sul loro funzionamento si veda inoltre K. RIAHI, D.P. VAN VUUREN e AL., *The Shared Socioeconomic Pathways and their energy, land use, and greenhouse gas emissions implications: An overview*, in *Global Environmental Change*, 2017, vol. 42, 132-156.

⁵⁵ Per alcuni dati sull'utilizzo degli scenari NGFS si veda un'analisi del 2023, NGFS, *NGFS Survey on Climate Scenarios - Key findings*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2023/06/09/20230608_presentation_o_n_ngfs_survey_results_spring_2023_for_ngfs_publication.pdf

emissioni⁵⁶, sette traiettorie di transizione basate su quattro narrazioni alternative: (i) “*orderly*”, incentrata su politiche di mitigazione ambiziose e immediate volte al rapido raggiungimento della neutralità climatica; (ii) “*disorderly*”, basata su tentativi tardivi di contenere l’aumento della temperatura entro i 2°C; (iii) “*too-little-too-late*”, fondata su una risposta non immediata e frammentata, che consente il raggiungimento solo parziale degli obiettivi di neutralità climatica; e (iv) “*hot house world*”, caratterizzata dall’aumento della concentrazione dei gas serra e della temperatura oltre i 3.5° C. All’interno della narrazione “*orderly*” si distinguono altresì tre diverse traiettorie, che ipotizzano: un innalzamento della temperatura solo pari a 1.5 °C e la neutralità climatica entro il 2050⁵⁷; un innalzamento della temperatura inferiore a 2 °C; e una neutralità climatica indotta da mutamenti della domanda di energia, prezzo del carbone e innovazioni tecnologiche. Parimenti, una narrazione di “*hot house world*” può essere il risultato della mancata adozione di politiche di transizione o dell’articolazione di Contributi determinati a livello nazionale (Nationally Determined Contributions, NDCs) ai sensi dell’accordo di Parigi, non correlata a politiche nazionali di implementazione⁵⁸.

In merito invece alla componente quantitativa degli scenari, per quanto il presente contributo non intenda fornire un quadro esaustivo degli aspetti tecnici econometrici e macroeconomici, è opportuno segnalare un’ampia analisi in letteratura sulle divergenze tra le differenti metodologie adottate⁵⁹ e sulle limitazioni di ciascuno di tali scenari, che inevitabilmente non riuscirebbero a cogliere tutte le complessità del fenomeno dei rischi climatici e ambientali. Tra le critiche mosse, sia in contesti accademici che nei *forum* di discussione internazionali, vi è la necessità di rappresentare più accuratamente i

⁵⁶ Su come le SSP e RCP incidano sugli scenari NGFS e le relative limitazioni, si veda I. MONASTEROLO, M. NIETO e E. SCHETS, *The good, the bad and the hot house world: conceptual underpinnings of the NGFS scenarios and suggestions for improvement*, in *Banco de España Documentos Ocasionales*, 2023, n. 2302, 14.

⁵⁷ Ossia una situazione in cui le emissioni di gas serra nette sono pari a zero.

⁵⁸ NGFS, *Scenarios for central banks and supervisors*, cit., 8-9.

⁵⁹ I. MONASTEROLO, M. NIETO, e E. SCHETS, *op. cit.*, 19-21.

rischi fisici, le specificità a livello territoriale⁶⁰, gli effetti delle combinazioni di rischi concomitanti (c.d. “rischi composti”⁶¹), le reazioni “endogene” degli investitori e del sistema finanziario alle politiche di transizione⁶² e i “punti di non ritorno”⁶³. A fronte di tali limitazioni metodologiche, alcuni autori arrivano addirittura a concludere che tutti gli scenari siano fundamentalmente errati⁶⁴.

I più recenti sviluppi mirano poi a incentivare l’ampliamento dell’orizzonte temporale e del novero dei rischi considerati, a fronte di una preliminare analisi concettuale, sfociata in un’indagine metodologica in corso sugli scenari climatici di breve periodo (dai tre ai cinque anni)⁶⁵ e in raccomandazioni per lo sviluppo di scenari sui

⁶⁰ Per esempio, gli scenari dell’AIE presuppongono una transizione a ritmo sincrono anche per i Paesi in via di sviluppo, ai quali è invece richiesto uno sforzo più repentino di eliminazione delle fonti fossili, come evidenziato da DE NEDERLANDSCHE BANK, *An analysis of financial institutions’ climate action plans*, 2023, 12, disponibile al seguente *link*: <https://www.dnb.nl/media/lnxpjn3e/dnb-analysis-of-financial-institutions-climate-action-plans-1.pdf>.

⁶¹ *Ivi*, 23; NGFS, *Compound Risks: Implications for Physical Climate Scenario Analysis - On the necessity for climate financial risk management to integrate compound events in physical climate risk scenario analyses*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2023/11/07/ngfs_compound_risks_implications_for_physical_climate_scenario_analysis.pdf.

⁶² S. BATTISTON, I. MONASTEROLO, *Enhanced scenarios for climate stress-tests*, INSPIRE Sustainable Central Banking Toolbox Policy Briefing Paper 16, 7-8, disponibile al seguente *link*: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2024/04/INSPIRE-Sustainable-Central-Banking-Toolbox-Paper-16.pdf>.

⁶³ Sulla nozione di “Punto di non ritorno” si veda inoltre *supra*, paragrafo 2; NGFS, *Scenarios for central banks and supervisors*, cit., 18-22; in dottrina si rimanda a: M. BAER, M. GASPARINI, R. LANCASTER, N. RANGER, *Toward A Framework For Assessing And Using Current Climate Risk Scenarios Within Financial Decisions*, UK Centre for Greening Finance and Investment, 2023, disponibile al seguente *link*: <https://www.cgfi.ac.uk/wp-content/uploads/2023/03/CGFI-Scenario-paper.pdf>, 46.

⁶⁴ *Ivi*, 45-46.

⁶⁵ NGFS, *Recommendations toward the development of scenarios for assessing nature-related economic and financial risks*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_nature_scenarios_recommendations.pdf; NGFS, *Conceptual note on short-term scenarios*, 2023, disponibile al seguente *link*: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/conceptual-note-on-short-term-climate-scenarios.pdf>.

rischi naturali, attinenti, *inter alia*, all’impatto sugli ecosistemi⁶⁶. Questi ultimi pongono ulteriori criticità sul piano metodologico e quantitativo a fronte delle specificità territoriali della biodiversità e della molteplicità di fattori di rischio⁶⁷.

Inoltre, occorre evidenziare che, malgrado l’affinamento dei modelli, gli scenari sinora sviluppati si limitano a fornire prevalentemente una panoramica delle possibili traiettorie ambientali, e non un’analisi esaustiva dei rischi di carattere sociale, come le conseguenze della transizione sulle disuguaglianze o sulle condizioni lavorative⁶⁸, o di *governance*. Dinamiche sociali come l’aumento della popolazione, i mutamenti delle preferenze e le migrazioni, vengono considerate, allo stato attuale, solo indirettamente, come punto di partenza qualitativo per l’elaborazione di scenari climatici.

3.2. *La versatilità degli scenari: analisi delle funzioni*

Il descritto quadro di insieme evidenzia l’eterogeneità degli scenari sul piano teleologico e metodologico, da cui derivano inevitabilmente anche conclusioni antitetiche sul piano della valutazione dei rischi fisici e di transizione. Al contempo, tale varietà offre anche spunto per una pluralità di profili applicativi. Per esempio, in ambito bancario e finanziario, gli scenari sono stati progressivamente utilizzati in diversi contesti⁶⁹, supportando, tra le altre, la pianificazione strategica e il

⁶⁶ NGFS, *Recommendations toward the development of scenarios for assessing nature-related economic and financial risks*, 2023, disponibile al seguente link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_nature_scenarios_recommendations.pdf

⁶⁷ NGFS, *Conceptual note on nature risks*, 2023, disponibile al seguente link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_conceptual-framework-on-nature-related-risks.pdf, 11.

⁶⁸ Come anche evidenziato da FOUNDATION FOR EUROPEAN PROGRESSIVE STUDIES, *Rethinking scenario analysis from a green and social perspective*, 2021, 6-7 <https://feps-europe.eu/wp-content/uploads/2021/11/Rethinking-Scenario-Analysis-from-a-Green-and-Social-Perspective.pdf>

⁶⁹ Per un’indagine sulle funzionalità si veda altresì FINANCIAL STABILITY BOARD, *Climate Scenario Analysis by Jurisdictions - Initial findings and lessons*, 2022, disponibile al seguente link: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P151122.pdf>, 6. Sulla necessità di chiarezza sulla finalità degli scenari, si veda altresì M. TAGER e S. DIKAU, *Purposeful scenario analysis: A framework to guide central banks and*

governo delle imprese⁷⁰. La documentazione per l'applicazione del quadro della Task Force on Climate-related financial disclosures (TCFD) in materia di rendicontazione non finanziaria esorta le imprese finanziarie ad essere trasparenti sull'utilizzo di scenari climatici per la valutazione dei rischi e sull'impatto degli stessi sulla strategia e pianificazione aziendale, quantificando i relativi costi e ricavi operativi, spese operative e in conto capitale, acquisizioni e investimenti, nonché gli effetti sull'accesso al capitale⁷¹. Inoltre, è configurabile il ricorso agli scenari in ambito di politica monetaria ai fini dell'analisi delle possibili ripercussioni di politiche di modifica dei tassi di interesse o di rifinanziamento⁷². L'ambito in cui si è progressivamente riscontrato un maggior ricorso agli scenari è però la vigilanza, assurgendo a fondamento metodologico della valutazione dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali dei singoli enti e del sistema finanziario nel suo complesso. I paragrafi successivi, dopo aver illustrato le varie applicazioni degli scenari per finalità prudenziali, si soffermeranno sul profilo microprudenziale (“*bottom-up*”).

3.3 *Il ricorso agli scenari con finalità di vigilanza microprudenziale (“Bottom-up”)*

L'analisi degli scenari climatici e ambientali è andata progressivamente supportando l'attività di vigilanza sia a livello *macroprudenziale* che *microprudenziale*. Nel primo caso, banche

financial supervisors in the selection and design of climate scenarios, in *LSE Grantham Research Institute on Climate Change and Environment Policy Paper*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2023/05/Purposeful-scenario-analysis_Policy-insight.pdf.

⁷⁰ M. TAGER, S. DIKAU, *op. cit.*, 4-6.

⁷¹ TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, 2017, p. 28, disponibile al seguente *link*: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>.

⁷² M. TAGER, S. DIKAU, *op. cit.*, 4-6.

centrali, come la BCE⁷³, e altre autorità europee, come l'ABE⁷⁴, hanno condotto *stress test* climatici, valutando i rischi dei rispettivi settori di competenza alla luce di diversi scenari futuri plausibili⁷⁵. Benché il modello metodologico di uso prevalente sia stato quello degli scenari NGFS, sono stati evidenziati anche casi di elaborazione autonoma degli scenari da parte delle singole autorità, al fine di rappresentare più accuratamente rischi ed eventi specifici di determinate aree

⁷³ Nel 2021 e nel 2023, S. ALOGOSKOUFIS, N. DUNZ., T. EMAMBAKSHH e AL., *ECB's economy-wide climate stress Test-Methodology and results*, ECB Occasional Paper Series, no. 281, 2021, disponibile al seguente *link*: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op281~05a7735b1c.cs.pdf>; T. EMAMBAKSHH, M. FUCHS E AL., *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy - The energy transition through the lens of the second ECB economy-wide climate stress test*, ECB Occasional Paper Series no. 328, 2023, disponibile al seguente *link*: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op328~2c44ee718e.en.pdf?7793485730460e4e0b4e170237eb7429>.

⁷⁴ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *One-off Fit-for-55 climate risk scenario analysis*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Calendar/Public%20Hearings/2023/Public%20hearing%20on%20draft%20templates%20for%20collecting%20climate%20related%20data%20from%20EU%20banks/1062282/One-off%20Fit-for-55%20climate%20risk%20scenario%20analysis%20-%20Public%20hearing.pdf; Sulla base di una richiesta della Commissione alla BCE, le autorità di vigilanza e il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), ESMA, *Request for a one-off scenario analysis exercise to be conducted jointly by the European Supervisory Authorities, the ECB and the ESRB in accordance with the Communication from the Commission of 6 July 2021 "Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy"*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/Mandate_for_the_FF55_one-off_exercise.pdf

⁷⁵ Sulle criticità del ricorso agli scenari in ambito macroprudenziale, si veda tuttavia S. GRUNEWALD, *Climate Change as a Systemic Risk*, *cit.*, 4-11. BCE e il CERS hanno recentemente esortato a un maggiore ricorso agli scenari, fornendo una serie di raccomandazioni per il miglioramento e l'estensione dell'ambito oggettivo degli stessi, ECB/ESRB PROJECT TEAM ON CLIMATE RISK, *Towards macroprudential frameworks for managing climate risk*, 2023, 49-68. Sul piano metodologico, l'esecuzione di uno *stress test* presuppone l'identificazione di scenari rilevanti (generalmente uno positivo e uno più avverso), la creazione di un modello che calcoli diverse traiettorie possibili (di *output*) fondate sull'utilizzo di diverse tecnologie, un aggiustamento del valore degli *asset* alle traiettorie disegnate dagli scenari, nonché il computo degli effetti di carattere sistemico. S. BATTISTON, I. MONASTEROLO, *op. cit.*, 7-8.

geografiche⁷⁶. Nel contesto europeo è, inoltre, ragionevole attendersi un ulteriore affinamento delle tecniche e per valutare i rischi ESG nell'ambito dei futuri *stress test*: le recenti modifiche alla Direttiva sui Requisiti di Capitale introdotte dal *Banking Package* invitano infatti il comitato congiunto delle autorità di vigilanza a sviluppare orientamenti comuni entro il 10 Gennaio 2026, volte ad armonizzare le metodologie di valutazione⁷⁷.

Parallelamente a tale approccio “*top-down*”, anche società e imprese bancarie hanno progressivamente iniziato a condurre proprie analisi di scenari climatici e ambientali (in una prospettiva “*bottom-up*”), sia per supportare la pianificazione strategica e l'assunzione di decisioni su un orizzonte temporale di lungo periodo⁷⁸ che, più recentemente, per fini prudenziali⁷⁹. A *latere* delle applicazioni “*top-down*” e “*bottom-up*”⁸⁰ è

⁷⁶ Come nel caso della Banca Centrale Olandese (DNB), che ha proposto quattro scenari basati sugli sviluppi normativi e tecnologici. R. VERMEULEN R, E. SCHETS, *The heat is on: a framework for measuring financial stress under disruptive energy transition scenarios*, in *Ecol. Econ.*, 2021, 19, ACHARYA, R. BERNER, ET AL, *Climate Stress Testing*, 2023, *Annual review of financial economics*, Vol. 15:291, 300-303 <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110921-101555>; UNEP-FI, *A comprehensive review of global supervisory climate stress tests*, 9-10, disponibile al seguente *link*: <https://www.unepfi.org/themes/climate-change/a-comprehensive-review-of-global-supervisory-climate-stress-tests/>.

⁷⁷ “L'ABE, l'EIOPA e l'ESMA elaborano, attraverso il comitato congiunto di cui all'articolo 54 dei regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010, orientamenti volti a garantire che nelle prove di stress relative ai rischi ambientali, sociali e di governance siano integrate la coerenza, considerazioni a lungo termine e norme comuni riguardanti le metodologie di valutazione. Il comitato congiunto pubblica tali orientamenti entro il 10 gennaio 2026. L'ABE, l'EIOPA e l'ESMA esaminano, attraverso tale comitato congiunto, in che modo i rischi sociali e di governance possano essere integrati nelle prove di stress”, Art. 100 (4) CRD VI.

⁷⁸ Si veda *supra*, paragrafo 3.

⁷⁹ R. H. MOSS, J. A. EDMONDS, K. A. HIBBARD e AL., *op. cit.*, 747; A. WILKINSON, R. KUPERS, *Living in the future*, in *Harvard Business Review.*, 2013, disponibile al seguente *link*: <https://hbr.org/2013/05/living-in-the-future>.

⁸⁰ Lo *stress test* di carattere “*bottom-up*” prevede un ruolo propulsore dell'autorità di vigilanza, che determina i criteri metodologici, e un ruolo applicativo degli enti vigilati, che dovranno riferire i risultati. Gli esercizi c.d. “*top-down*” (o c.d. “*supervisor-run*”) prevedono invece la raccolta di dati dalle banche e sono caratterizzati da un ruolo attivo dell'autorità di vigilanza, che applica i propri modelli e scenari per valutare i possibili risultati in condizioni di *stress*. La distinzione rimanda a COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Supervisory and bank stress*

però configurabile una terza ipotesi, che combina profili di entrambe: le autorità prudenziali possono infatti raccogliere le valutazioni delle banche vigilate e sovrapporle alle proprie analisi, basate sui propri scenari, al fine di valutare i rischi complessivi del sistema su base aggregata⁸¹. Questo approccio ha caratterizzato lo *stress test* sui rischi climatici condotto da BCE nel 2022 nel contesto dello SREP⁸² (definito di carattere “*bottom-up regolamentato*”⁸³).

Di conseguenza, sono gli scenari “*bottom-up*” ad acquisire maggiore rilevanza in un contesto microprudenziale, consentendo alle banche e agli intermediari finanziari vigilati di valutare e segnalare la propria esposizione ai rischi climatici e naturali. In concreto, gli operatori del mercato possono identificare gli scenari di rischio fisico e di transizione più rilevanti, valutare come essi incidano sui propri rischi finanziari, quantificare l’esposizione a tali rischi delle loro controparti o del settore in cui operano, e calcolare a livello aggregato le loro perdite attuali e potenziali. Avvalendosi dei propri modelli interni, possono anche indipendentemente condurre uno *stress test* climatico per valutare come diversi scenari incidano sul proprio capitale e liquidità, oltre che per stimare i relativi rischi e perdite⁸⁴. A differenza dello *stress test* tradizionale, questa tecnica ha la potenzialità di estendersi su un

testing: range of practices, 2017, disponibile al seguente *link*: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d427.pdf>.

⁸¹ TORONTO CENTRE OF GLOBAL LEADERSHIP IN FINANCIAL SUPERVISION, *Introduction for supervisors to scenarios and stress tests of climate change risks*, 2023, 16, disponibile al seguente *link*: https://www.torontocentre.org/videos/Introduction_for_Supervisors_to_Stress_Testing_the_Risks_of_Climate_Change_Updated_Links.pdf

⁸² Ex art 100 Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE. OJ L 176, 27.6.2013, 338 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *2022 Climate Risk Stress Test*, 2023, disponibile al seguente *link*: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.en.pdf

⁸³ Cfr. “*constrained bottom up*”, *ibidem*, 4.

⁸⁴ TORONTO CENTRE OF GLOBAL LEADERSHIP IN FINANCIAL SUPERVISION, *cit.*, 11-14. VV. ACHARYA, R. BERNER, ET AL., *op. cit.*, 307-316.

orizzonte temporale più ampio e di focalizzarsi anche sulle singole esposizioni rischiose⁸⁵.

Secondo un'indagine del Consiglio per la Stabilità finanziaria del 2022, l'analisi di scenari in chiave “*bottom-up*” ha ancora un'applicazione minoritaria⁸⁶. Anche la BCE ha rilevato, a valle di un'osservazione del 2022 che verrà illustrata in seguito⁸⁷, un utilizzo ancora sporadico di scenari climatici per fini strategici e di valutazione di adeguatezza del capitale⁸⁸. Al contempo, ci si attende una maggiore diffusione di tale tecnica negli anni a venire, parallelamente all'affinarsi delle metodologie di valutazione dei rischi climatici e al rafforzamento degli obblighi normativi, che si tradurranno in maggiore trasparenza informativa delle società in materia. Invero, molti principi e interventi normativi che verranno analizzati nella successiva sezione esortano le banche ad attingere da una serie di scenari climatici al fine di valutare la sostenibilità del proprio modello imprenditoriale e di articolare i propri processi di gestione dei rischi⁸⁹.

Malgrado i progressi nello stato dell'arte, l'applicazione degli scenari climatici di tipo “*bottom-up*” nel contesto microprudenziale presenta notevoli criticità metodologiche. A fronte dell'arsenale di opzioni disponibili, è cruciale identificare scenari adeguati, in quanto le ampie divergenze nei presupposti e nella metodologia inevitabilmente si riverberano sull'esito dell'analisi prospettica, incidendo anche significativamente sulle valutazioni di adeguatezza patrimoniale e liquidità (ICAAP e ILAAP). Date le difformità sarà anche auspicabile che le banche valutino in parallelo una serie di scenari alternativi, prassi che sembra essere già invalsa tra coloro che hanno risposto a

⁸⁵ VV. ACHARYA, R. BERNER e AL., *op.cit.*, 296; COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Climate-related financial risks – measurement methodologies*, *op. cit.*, 25.

⁸⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD, NGFS, *op. cit.*, 6.

⁸⁷ Si rimanda a quanto scritto nel paragrafo 4.

⁸⁸ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Walking the talk - Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation - Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks*, 2022, disponibile al seguente *link*: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcerreport112022~2eb322a79c.pt.pdf>, 6 e 22-26.

⁸⁹ Si veda il paragrafo 4.

un'indagine condotta da NGFS nel 2023⁹⁰. Considerare scenari dalla portata geografica o settoriale più ridotta potrebbe inoltre rivelarsi più appropriato in certi contesti, in quanto più coerente con le specifiche esposizioni di una banca. Si pone dunque il problema regolatorio di fornire agli operatori del mercato linee guida chiare sulla selezione e l'utilizzo degli scenari nel contesto microprudenziale.

4. *L'integrazione degli scenari nel quadro microprudenziale: fondamento normativo e funzionalità*

Da mera prassi degli operatori del mercato e delle banche centrali, il ricorso agli scenari ha progressivamente ottenuto riconoscimento a livello normativo tramite previsioni del legislatore europeo di secondo e terzo pilastro, che hanno solo parzialmente fugato le perplessità applicative e metodologiche previamente illustrate. Ulteriori misure di *soft law* delle autorità di vigilanza europee e nazionali, nonché le iniziative di coordinamento a livello transnazionale ad opera del Comitato di Basilea, possono inoltre auspicabilmente contribuire alla convergenza delle pratiche di supervisione dei rischi climatici con riguardo agli scenari.

Nel contesto europeo, gli interventi regolamentari che hanno progressivamente disciplinato l'utilizzo degli scenari climatici ai fini prudenziali rappresentano solo una delle espressioni della crescente enfasi sui rischi ambientali, sociali e di governance nel quadro regolamentare e nelle pratiche di vigilanza bancaria⁹¹. A fronte dell'assimilazione dei rischi ESG ai rischi finanziari tradizionali⁹², il fondamento giuridico del potere di supervisionarli risiede nel dovere dell'autorità di vigilanza di verificare l'adeguatezza delle metodologie per l'identificazione e la gestione dei rischi di credito e relativi alle controparti, nonché dei processi per la gestione di rischi di mercato,

⁹⁰ NGFS, *Survey on Climate Scenarios - Key findings*, cit., 17.

⁹¹ I rischi ESG sono priorità del Meccanismo di Vigilanza Unico fin dal 2019, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Supervisory Priorities 2023-2025*, Priority 3, disponibile al seguente [link: https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory_priorities202212~3a1e609cf8.en.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory_priorities202212~3a1e609cf8.en.html).

⁹² Si rimanda a quanto già scritto nel paragrafo 1. In letteratura si vedano *ex multis* D. BRINKMAN, *op. cit.*, A.L. RISO, *op. cit.*

operativi e di liquidità⁹³. Tuttavia, è opportuno sottolineare che, coerentemente con la scelta di non definire nella normativa prudenziale di primo livello i rischi climatici e ambientali, la rilevanza degli scenari è solo indirettamente disciplinata nella normativa di primo livello relativa al terzo e al secondo pilastro. Dall'analisi delle recenti iniziative emerge inoltre la natura polifunzionale degli scenari, di cui si darà contezza nei paragrafi successivi.

4.1. *Scenari con finalità di trasparenza*

In ordine temporale, le prime misure volte a integrare i rischi climatici nel quadro di vigilanza microprudenziale hanno riguardato gli obblighi di terzo pilastro. In particolar modo, le modifiche del 2019 al Regolamento sui requisiti di capitale (CRR II) hanno imposto alle banche di grandi dimensioni che hanno emesso titoli negoziati sui mercati regolamentati di rendere noti i rischi ambientali, sociali e di governance cui sono esposti su base annuale a partire da Giugno 2022⁹⁴. Il *Banking Package* approvato nel 2024⁹⁵ mira, tra le altre, ad estendere

⁹³ Cfr. Artt. 79, 83, 85, 86 Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, da ultimo modificata con Direttiva (UE) 2023/2864 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 Dicembre 2023 (in prosieguo CRD II). Sul punto si veda inoltre D. BRINKMAN, *op. cit.*, 309-403.

⁹⁴ Art. 449 bis (1)-(2) Regolamento (UE) N. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato da 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 (qui di seguito: CRR II).

⁹⁵ 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

significativamente il perimetro applicativo di tale disposizione eliminando il riferimento alla dimensione e all'emissione di titoli, pur conferendo un mandato all'ABE di sviluppare norme tecniche di attuazione per gli enti piccoli e non complessi.⁹⁶ Dal punto di vista sostanziale, è anche imposta una distinzione in sede di informativa tra i fattori E, S e G, tra i rischi fisici e di transizione, nonché un'informativa specifica sull'impatto di tali rischi sul modello e i processi imprenditoriali, la gestione del rischio e la governance interna.⁹⁷

Malgrado l'assenza di esplicito riferimento agli scenari nella legislazione di primo livello, si deduce dalla normativa di secondo livello legata alla CRR II⁹⁸ la facoltà, e talvolta l'obbligo, di fare uso degli stessi per adempiere agli obblighi di trasparenza. È il regolamento di esecuzione a fornire tabelle esemplificative cui le banche devono obbligatoriamente attenersi nella loro informativa. Dalle stesse si evince, *inter alia*, l'obbligo di dare conto degli “strumenti di attuazione” utilizzati per identificare e gestire i rischi ambientali, tra cui sono esplicitamente annoverati “gli indicatori prospettici”, oltre che le relative metodologie e ipotesi sottostanti⁹⁹. Le banche devono inoltre valutare come il rischio ambientale così calcolato influisca sul processo di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno (ICAAP) e del processo di valutazione dell'adeguatezza della liquidità interna (ILAAP)¹⁰⁰. Ad esse è altresì richiesto, a partire dal 30 Giugno 2024,

credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor, 2024 (qui di seguito: CRR III); Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, 2024 (qui di seguito: CRD VI).

⁹⁶ Art. 449-bis (3) CRR III.

⁹⁷ Art. 449-bis (2)(b) CRR III.

⁹⁸ Regolamento di Esecuzione n. 2022/2453 della Commissione del 30 novembre 2022 che modifica le norme tecniche di attuazione stabilite dal regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 per quanto riguarda l'informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance.

⁹⁹ Il riferimento attiene esplicitamente a *stress test*, analisi di sensitività “o altri indicatori prospettici”. Tabella 1 – Gestione dei rischi – n), allegato XXXIX del Regolamento di Esecuzione n. 2022/2453. Si ritiene ipotizzabile un'applicazione degli scenari sia a titolo di fondamento metodologico degli *stress test* che in qualità di indicatore prospettico *lato sensu*. Sulla natura prospettica degli scenari, si veda altresì il paragrafo 3.

¹⁰⁰ Tabella 1 – Gestione dei rischi – o), allegato II, *ibidem*.

di misurare il rischio di transizione del loro portafoglio calcolando la percentuale di aderenza dei loro flussi finanziari in alcuni settori agli obiettivi dell'accordo di Parigi, basandosi sullo scenario NZE2050 dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE)¹⁰¹. Da ultimo, il regolamento allude esplicitamente alle analisi degli scenari come possibile metodologia di identificazione e gestione dei rischi sociali¹⁰².

Dalle previsioni di implementazione degli obblighi di terzo pilastro sembra emergere una implicita presupposizione circa il ricorso agli scenari climatici (di origine “*bottom-up*”) come fondamento metodologico delle informazioni pubblicate, nonché ai fini della valutazione dell'impatto dei rischi ambientali sull'adeguatezza del capitale e della liquidità. Al contempo, fatta salva la previsione di rinvio al modello dell'AIE, permane un certo grado di incertezza normativa circa l'identificazione degli scenari più adeguati, che riflette la natura “meno invasiva” degli obblighi di terzo pilastro¹⁰³. L'elasticità della disposizione si traduce dunque in una maggiore flessibilità per le banche, che sembra anche consentire un'applicazione modulare degli obblighi informativi agli enti piccoli e non complessi, in un'ottica di proporzionalità. Al contempo, potrebbe però sfociare in divergenze applicative, che complicherebbero la valutazione del supervisore, oltre che creare un rischio di arbitraggio regolatorio, nell'ipotesi in cui le banche si avvalgano di scenari eccessivamente favorevoli, come quelli di transizione “*orderly*” di NGFS, sottostimando i propri rischi¹⁰⁴. La contromisura che potrebbe parzialmente mitigare gli effetti dell'incertezza normativa potrebbe essere rinvenuta nel possibile esercizio dei poteri di vigilanza aggiuntivi, di cui discuteremo nei

¹⁰¹ IEA, *World Energy Model*, Parigi, 2021 <https://www.iea.org/reports/world-energy-model>; *Modello 3: Portafoglio bancario — Indicatori del potenziale rischio di transizione connesso ai cambiamenti climatici: metriche di allineamento* – allegato XXXIX, del Regolamento di Esecuzione n. 2022/2453.

¹⁰² IEA, *World Energy Model*, cit., Tabella 2 – gestione dei rischi – k), allegato XXXIX.

¹⁰³ A tal proposito e in senso critico si veda D. RAMOS MUNOZ, *Integrating climate risk in banking regulation*, in K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, 2024, Cambridge University Press, University of Genoa EUSFiL Law Research Working Paper Series No. 20, 29, disponibile al seguente *link*: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4881048>.

¹⁰⁴ Si veda il paragrafo 2.

successivi paragrafi¹⁰⁵. Inoltre, condotte di arbitraggio regolatorio volte a sottostimare i rischi potrebbero alimentare il rischio di *climate litigation*, specialmente su iniziativa degli investitori¹⁰⁶.

Alcuni dati che sembrano suffragare le possibili criticità applicative evidenziate emergono dal resoconto a valle del primo esercizio di applicazione di tali obblighi informativi. BCE ha rilevato persistenti lacune attinenti alle informazioni di carattere prospettico, esortando le banche a fare più ampio ricorso, e ad affinare i propri modelli, relativi all'analisi degli scenari e di *stress test* su questioni climatiche e ambientali¹⁰⁷.

4.2. *Scenari come strumento di valutazione prudenziale*

Contrariamente ai timidi interventi in materia di obblighi di trasparenza, le iniziative afferenti al secondo pilastro hanno avuto portata più incisiva. Nel 2020, la BCE ha pubblicato una Guida sui rischi climatici e ambientali che introduce aspettative di vigilanza¹⁰⁸, richiamando l'analisi di scenari in relazione a tutti gli aspetti del processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP), dal modello imprenditoriale alla *governance*, alla valutazione di adeguatezza patrimoniale e della liquidità. Benché la Guida sia prevalentemente indirizzata agli enti significativi¹⁰⁹, è opportuno segnalare la diffusione

¹⁰⁵ Si veda in particolar modo i paragrafi 3.2 e 4.

¹⁰⁶ Si veda a tal proposito il paragrafo 5.

¹⁰⁷ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Accompanying note to the publication of 2022 Pillar 3 information*, 2023, disponibile al seguente link: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/annex/ssm.pillar_3_exercise_2022_202311.en.pdf

¹⁰⁸ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit.

¹⁰⁹ Ancorché la BCE raccomandi agli enti meno significativi di tenerne conto e alle autorità nazionali competenti di rifletterle nell'esercizio dei loro poteri di vigilanza nonché nell'elaborazione delle proprie linee guida sui rischi climatici e ambientali, BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, op. cit., 7.

di simili aspettative di vigilanza sui rischi climatici da parte di altre autorità nazionali competenti¹¹⁰.

In particolare, la Guida esorta esplicitamente alla valutazione degli scenari ai fini della mappatura dei rischi climatici e ambientali di breve, medio e lungo periodo, prodromica alla determinazione della strategia aziendale e alla redazione del quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio (c.d. *Risk Appetite Framework* (RAF))¹¹¹. Le banche sarebbero inoltre tenute a valutare l'adeguatezza del proprio capitale (ICAAP) e della loro liquidità (ILAAP) sulla base di una serie di scenari alternativi, eventualmente predisponendo riserve aggiuntive di liquidità in caso di rischi materiali¹¹². Gli scenari dovrebbero inoltre rappresentare la premessa per l'esecuzione di *stress test* interni finalizzati a valutare l'esposizione ai rischi fisici e di transizione e la loro possibile evoluzione nel tempo¹¹³.

¹¹⁰ *Inter alia*, BANCA D'ITALIA, *Aspettative di Vigilanza sui rischi climatici*, 2021, disponibili al seguente link: https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf; BANCO DE ESPAÑA, *Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medio ambiental*, 2020, disponibili al seguente link:

https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/Supervision/Normativa_y_criterios/Recomendaciones_BdE/Expectativas_supervisoras_sobre_riesgo_medioambiental_27102020.pdf. In dottrina si rimanda a F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questioni di semplici "aspettative"?*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2022, II, 1252 ss.; C. GILBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, 97 ss.

¹¹¹ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)*, 2018, disponibile al seguente link:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.icaap_guide_201811.it.pdf; sul rapporto tra scenari e gestione del rischio si vedano in particolare modo BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa, op. cit.*, Aspettativa 2.1, 4.2 (e la prassi riportata nel successivo riquadro 4).

¹¹² *Ivi*, Aspettativa 7.2, 7.6, 12.

¹¹³ *Ivi*, Aspettativa 11. In quest'ultima, la BCE richiede agli enti vigilati un esame mirato delle proprie vulnerabilità tramite *stress test* climatici nell'ambito dell'ICAAP mediante il ricorso a scenari conformi agli sviluppi climatici prospettati dalle autorità in campo scientifico, come quelli dell'IPCC. In particolare, per il rischio di

Le aspettative forniscono altresì alcune indicazioni generiche sulle modalità di elaborazione e utilizzo degli scenari, i quali dovrebbero, tra le altre, riprodurre le traiettorie delineate dalla scienza climatica e valutare le possibili implicazioni di politiche climatiche anche antitetiche tra loro (a titolo esemplificativo, vengono richiamate sia misure strumentali a una transizione repentina che tardiva). Nel valutare la propria adeguatezza patrimoniale, le istituzioni sono tenute a considerare sia scenari di base che “avversi”, ipotizzando ripercussioni negative severe ma plausibili.¹¹⁴ Da ultimo, vengono esortate a dimostrare, nella loro informativa, l’idoneità della loro strategia aziendale a fronteggiare l’insorgenza di possibili scenari anche avversi, come il possibile innalzamento della temperatura sopra i 2°C¹¹⁵.

Inoltre, si rendono necessari alcuni rilievi in merito al grado di precettività della Guida, che è andato rafforzandosi a partire dalla sua introduzione. Inizialmente si trattava di strumento di mera *soft law*, su cui le banche erano richiamate ad effettuare un’autovalutazione. A seguito di un processo di revisione prudenziale *ad hoc* eseguito nel 2022 (c.d. “*thematic review*”), la BCE ha fornito dettagliato riscontro alle banche significative sul grado di adesione ai principi, avviando un dialogo per il miglioramento delle loro pratiche gestorie dei rischi climatici e ambientali¹¹⁶. La conformità alle aspettative avrebbe anche

transizione, andrebbero utilizzati scenari che, a fronte di esiti diversi sul piano delle politiche (che conducano, ad esempio, a una transizione anticipata o ritardata), integrino considerazioni plausibili sulle possibili ripercussioni sui rischi fisici. Gli enti devono considerare come gli effetti climatici cronici di una transizione ritardata possano rafforzare l’azione politica e riflettere questi aspetti nell’ICAAP. Le prove di stress devono valutare il rischio fisico e di transizione, l’evoluzione dei rischi climatici in vari scenari e la loro concretizzazione a breve, medio e lungo termine. Gli enti devono poi definire ipotesi di rischio e scenari per valutare l’adeguatezza patrimoniale in situazioni normali e avverse, coprendo almeno un orizzonte di tre anni, come indicato dalla BCE, con una visione a lungo termine per i rischi climatici e ambientali.

¹¹⁴ *Ivi*, Aspettativa 11.

¹¹⁵ *Ivi*, Aspettativa 13, 16.

¹¹⁶ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Good practices for climate-related and environmental risk management - Observations from the 2022 thematic review* (2023) disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcercompendumgoodpractices112022~b474fb8ed0.en.pdf>

influito, in alcuni casi, sui punteggi SREP¹¹⁷. A fronte della perdurante inerzia delle istituzioni significative nell'adeguarsi ad alcuni principi, la BCE ha emanato decisioni di vigilanza vincolanti nel Marzo 2023 nei casi di gravi lacune¹¹⁸ e richiesto la piena aderenza a tutte le raccomandazioni della guida, entro la fine del 2024, da parte di tutti gli enti direttamente sottoposti alla sua vigilanza¹¹⁹. Dai discorsi dei membri del Comitato Esecutivo emerge inoltre l'intenzione di irrogare penalità di mora alle banche inadempienti, che insorgerebbero *ipso facto* dopo il termine per ogni giorno di ritardo¹²⁰. Dunque, da catalogo

¹¹⁷ F. ELDERSON, *Towards an immersive supervisory approach to the management of climate-related and environmental risks in the banking sector*, 18 febbraio 2022, disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2022/html/ssm.sp22-0218~57944d77c0.en.html>; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation - Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks*, op. cit., 5-7.

¹¹⁸ F. ELDERSON, *Towards an immersive supervisory approach to the management of climate-related and environmental risks in the banking sector*, cit.: «All significant institutions received comprehensive feedback letters, on average containing about 25 shortcomings, in which the ECB set institution-specific remediation timelines with a view to ensuring full alignment with all expectations by the end of 2024. After imposing a first set of qualitative requirements in 2021, the ECB imposed binding qualitative requirements on more than 30 institutions as part of the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) to address severe weaknesses»; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation - Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks*, cit. 5.

¹¹⁹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Supervisory Priorities 2023-2025*, cit.

¹²⁰ Conformemente all'art. 129 Regolamento (UE) N. 468/2014 della Banca Centrale Europea del 16 aprile 2014 che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate (Regolamento quadro sull'MVU); si vedano anche, *ex multis*, F. ELDERSON, *Making banks resilient to climate and environmental risks – good practices to overcome the remaining stumbling blocks*, 2024, disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp24-0314~da639a526a.en.html>; F. ELDERSON, *You have to know your risks to manage them – banks' materiality assessments as a crucial precondition for managing climate and environmental risks*, 2024, disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2024/html/ssm.blog080524~d4ed83af2c.en.html>. Vale la pena osservare che, però, allo stato attuale non sono ancora disponibili decisioni relative all'irrogazione di penalità di mora.

di buone prassi per la gestione dei rischi, le aspettative di vigilanza sono elevate a strumento vincolante ai fini della valutazione prudenziale, che legittima, agli occhi del supervisore, l'esercizio dell'intero ventaglio dei poteri di vigilanza di secondo pilastro. Per le banche inadempienti si ritengono inoltre ipotizzabili un ampio spettro di conseguenze atte a garantire una sana e prudente gestione dei rischi climatici e ambientali, che spaziano dall'imposizione di requisiti specifici di capitale fino ad arrivare a richieste di tipo "qualitativo" inerenti alla remunerazione, alla *governance* e alle restrizioni di attività particolarmente rischiose¹²¹. Al contempo, non sono noti agli autori comparabili esempi di diretto intervento o misure correttive nei confronti delle banche inadempienti in sede di valutazione dello SREP.

Malgrado la vincolatività e gli effetti di natura trasversale delle aspettative di vigilanza della BCE, né il documento né gli interventi successivi indicano chiaramente una base giuridica per l'esercizio di tali poteri, che va individuata nel sopracitato potere di supervisionare i rischi finanziari tradizionali¹²². Le recenti modifiche alla Direttiva sui Requisiti del Capitale (CRD VI) derivanti dal *Banking Package* introducono però un'esplicita base giuridica per la vigilanza sui rischi ESG di breve, medio e lungo termine, conferendo il potere di monitorare l'impatto degli stessi sul governo delle banche e sulle tecniche di gestione dei rischi¹²³.

Le iniziative del *Banking Package* rilevano altresì ai fini della presente disamina visto l'esplicito riconoscimento del ruolo degli scenari a livello normativo, che divengono presupposto per la gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance. Coerentemente con le nuove previsioni di terzo pilastro previamente analizzate, e a contrario delle aspettative di vigilanza indirizzate agli enti significativi, i nuovi obblighi normativi riguarderanno tutte le banche.

In particolar modo, l'art. 87-*bis* della CRD VI impone alle banche di testare la loro resilienza "agli impatti negativi di lungo termine di fattori

¹²¹ Cfr. art. 16 Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (Regolamento MVU); *Ibidem*. Sulla possibilità di imporre requisiti di capitale, si veda altresì D. BRINKMAN, *op. cit.*, 407.

¹²² Si rimanda a quanto scritto nel paragrafo 1.

¹²³ Art. 87-*bis* (1) CRD VI; a tal proposito si veda altresì *infra*, paragrafo 4.

ambientali, sociali e di governance”, iniziando coi fattori climatici, mediante l’analisi scenari “di base” e “avversi”. Dovranno inoltre assicurare la “credibilità” degli scenari selezionati, i quali dovranno tenere conto degli impatti a lungo termine di plausibili mutamenti ambientali e sociali e delle politiche pubbliche correlate allo specifico contesto imprenditoriale, nonché attingere da quelli elaborati da organizzazioni internazionali¹²⁴. Il dialogo con il supervisore circa la gestione dei rischi ESG – e, per estensione, sull’utilizzo degli scenari – ha certamente la potenzialità di lasciare maggiore spazio per l’identificazione di una metodologia confacente alla natura e al contesto dell’ente¹²⁵. *A fortiori*, la stessa disposizione richiama al rispetto del principio di proporzionalità, in quanto le autorità di vigilanza saranno chiamate a considerare la “portata, natura e complessità dei rischi ESG per il modello di imprenditoriale e la portata dell’attività dell’ente”¹²⁶. Come verrà illustrato nel paragrafo successivo, il riferimento al principio di proporzionalità potrebbe contemperare gli effetti altrimenti onerosi di tali previsioni, specialmente per le banche di piccole dimensioni¹²⁷.

Al contempo, la formulazione della norma potrebbe dare luogo a notevoli criticità applicative. In particolar modo, sulla scia delle sovraccitate misure di terzo pilastro, la previsione richiama all’utilizzo di scenari non solo pertinenti ai rischi climatici, ma anche all’intero novero delle questioni ambientali, sociali e di *governance*¹²⁸. Benché la stessa conceda di dare temporaneamente priorità agli scenari climatici,

¹²⁴ Art. 87-bis (3) CRDVI. L’articolo recita: «Le autorità competenti assicurano che gli enti mettano alla prova la propria resilienza agli impatti negativi a lungo termine di fattori ambientali, sociali e di governance, sia in scenari di base che in scenari avversi lungo un determinato arco di tempo, a partire dai fattori climatici. Ai fini di tale prova della resilienza, le autorità competenti garantiscono che gli enti includano una serie di scenari ambientali, sociali e di governance che riflettano i potenziali impatti di cambiamenti ambientali e sociali e delle politiche pubbliche correlate sul contesto imprenditoriale a lungo termine. Le autorità competenti assicurano che, nel processo di prova della resilienza, gli enti utilizzino scenari credibili, basati sugli scenari elaborati dalle organizzazioni internazionali».

¹²⁵ Come anche evidenziato da D. Ramos Munoz, che sottolinea le potenzialità di “voice” derivanti dall’utilizzo dei poteri di secondo pilastro per fronteggiare i rischi ESG. D. RAMOS MUNOZ, *Integrating climate risk in banking regulation*, *op. cit.*, 26.

¹²⁶ Art. 87-bis (2) CRDVI.

¹²⁷ Si veda il paragrafo 4.

¹²⁸ Si veda il paragrafo 3.1.

l'estensione del perimetro applicativo non appare comunque supportata da un comparabile avanzamento dello stato dell'arte in materia di scenari sui rischi sociali e di *governance*. Di conseguenza, l'introduzione di tale obbligo potrebbe rivelarsi prematuro, configurando un esempio di legislazione "al buio"¹²⁹.

Le lacune delle disposizioni di primo livello potrebbero essere colmate con l'introduzione di norme tecniche di attuazione, per le quali è stato conferito un mandato all'ABE. Esse dovrebbero fare chiarezza sui parametri e le ipotesi sottostanti agli scenari, i rischi nonché' gli orizzonti temporali¹³⁰. In una consultazione del 2024, l'ABE ha inoltre stilato un questionario sulla gestione dei rischi e i "piani di transizione" che verranno illustrati a breve, differendo il proprio contributo in materia di scenari a una successiva revisione delle linee guida in materia di *stress test* o a linee guida *ad hoc*¹³¹.

A *latere* delle riforme europee e dell'attivismo della BCE, alcune iniziative del Comitato di Basilea hanno la potenzialità di stimolare la convergenza delle pratiche di mercato e di vigilanza circa l'utilizzo degli scenari. Per esempio, i Principi del 2022 sulla Gestione e la Vigilanza in materia di rischi climatici invitano le banche a fondare le proprie analisi su scenari estremi ma plausibili, che guardino a uno spettro di orizzonti temporali, inneggiando altresì alla regolare revisione dei modelli di elaborazione¹³². Non entrano tuttavia nel

¹²⁹ Il riferimento è a D. A. ZETZSCHE e L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, vol. 23, 47 ss., che identificano altri casi di legislazione "al buio" nel novero delle iniziative europee per incoraggiare la finanza sostenibile.

¹³⁰ Cfr. Art. 87-bis CRDVI.

¹³¹ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Consultation Paper - Draft Guidelines on the management of ESG risks*, 2024, p 7, disponibili al seguente link: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-01/c94fd865-6990-4ba8-b74e-6d8ef73d8ea5/Consultation%20paper%20on%20draft%20Guidelines%20on%20ESG%20risks%20management.pdf>.

¹³² COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, 2022, Princip 12 e18, 8 e 44-48, disponibili al seguente link: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf>

merito dell'identificazione degli scenari più adeguati, invocando la dinamicità e continua evoluzione delle metodologie¹³³.

4.3. *Scenari come fondamento valutativo dei “piani di transizione” a finalità prudenziale e informativa*

A seguito delle recenti modifiche alla CRD e di una serie di iniziative complementari per incoraggiare la finanza sostenibile¹³⁴, la valutazione dei rischi ESG, risultante, *inter alia*, dall'analisi degli scenari, dovrà anche costituire il punto di partenza per la redazione di specifici “piani”, finalizzati sia alla gestione dei rischi che al raggiungimento degli obiettivi di transizione¹³⁵. La redazione di c.d. “piani di transizione”, prassi già diffusa tra le banche su base volontaria¹³⁶, acquisisce così duplice finalità, prudenziale e informativa¹³⁷.

Da un lato, infatti, le società redigeranno tali piani onde comunicare, ai fini prudenziali, all'autorità di vigilanza le proprie azioni strategiche e tecniche di gestione, che assicurano resilienza e solidità di fronte ai

¹³³ *Ivi*, Principio 12, p8; tale punto è anche supportato da BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Discussion Paper - The role of climate scenario analysis in strengthening the management and supervision of climaterelated financial risks*, 2024, 6, disponibile al seguente link: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d572.pdf>

¹³⁴ Delle iniziative si darà conto *infra*. Per alcuni rilievi in merito al quadro normativo per promuovere la ‘finanza sostenibile’ si veda *supra*, paragrafo 1.

¹³⁵ Cfr. Considerando (40) CRD VI.

¹³⁶ Cfr. *ex multis* GLASGOW FINANCIAL ALLIANCE FOR NET ZERO (GFANZ), *Expectations for Real Economy Transition Plans*, 2022, disponibile al seguente link: <https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/09/Expectations-for-Real-economy-Transition-Plans-September-2022.pdf>; ID, *Financial Institution Net-zero Transition Plans Fundamentals, Recommendations, and Guidance*, 2022, disponibile al seguente link: <https://assets.bbhub.io/company/sites/63/2022/09/Recommendations-and-Guidance-on-Financial-Institution-Net-zero-Transition-Plans-November-2022.pdf>.

La GFANZ, che ha introdotto una serie di principi non vincolanti per l'elaborazione di piani di transizione, è una “coalizione globale dei principali istituti finanziari che si impegnano per accelerare la decarbonizzazione dell'economia” e il raggiungimento del Net Zero entro il 2050. Fondata nell'aprile 2021, la GFANZ riunisce oggi oltre 550 istituzioni finanziarie, che gestiscono complessivamente più di 130 mila miliardi di dollari.

¹³⁷ Sulla plurima finalità dei piani di transizione, si veda altresì S. DIKAU, N. ROBINS, A. SMOLEŃSKA, J. VAN'T KLOOSTER e U. VOLZ, *Prudential net zero transition plans: the potential of a new regulatory instrument*, in *Journal of Banking Regulation*, 2024.

rischi relativi alla transizione¹³⁸. Tale valutazione presupporrà necessariamente il ricorso a tecniche prospettiche, inclusi gli scenari¹³⁹. Invero, tra le banche che hanno già volontariamente pubblicato i loro piani è invalsa la prassi di rifarsi a uno o più scenari, come quelli predisposti da AIE¹⁴⁰ e da NGFS¹⁴¹. Con l'approvazione di CRD VI l'elaborazione di tali piani diverrà obbligatoria. Gli stessi dovranno identificare obiettivi quantificabili e processi per monitorare e gestire rischi relativi ai fattori ESG nel breve, medio e lungo periodo, inclusi i rischi derivanti dalla transizione e dall'adeguamento agli obblighi di neutralità climatica sanciti a livello europeo e internazionale¹⁴². La solidità dei piani di transizione diverrà criterio di valutazione ai fini dello SREP, oltre a costituire un presupposto per la responsabilità degli organi gestori¹⁴³. Gli Stati membri potranno prevedere un'applicazione semplificata ispirata al principio di proporzionalità per gli enti di piccole dimensioni¹⁴⁴.

Dall'altro, i piani di transizione sono originariamente sorti come prassi di mercato con finalità strategica e di trasparenza nei confronti

¹³⁸ Si veda inoltre la definizione di piani di transizione prudenziali di ABE, *Consultation on ESG risk management*, 2024, cit., 9.

¹³⁹ S. DIKAU, N. ROBINS, A. SMOLEŃSKA, J. VAN'T KLOOSTER e U. VOLZ, *Prudential net zero transition plans: the potential of a new regulatory instrument*, cit., 6, 8;

¹⁴⁰ Prevalenti nel contesto europeo, S. DIKAU, N. ROBINS, A. SMOLEŃSKA, J. VAN 'T KLOOSTER e U. VOLZ, *Net zero transition plans: A supervisory playbook for prudential authorities*, in *London School of Economics and Political Science Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment and Centre for Climate Change Economics and Policy*, 2022, 22-23; Sugli scenari AIE, si rimanda altresì al paragrafo 3.

¹⁴¹ Cfr. NGFS, *Survey on Climate Scenarios - Key findings*, cit., 9, 14 e 17.

¹⁴² Art. 76 (2) CRD VI. L'articolo recita: «Gli Stati membri assicurano che l'organo di gestione elabori, monitorandone poi l'attuazione, piani specifici che includano obiettivi quantificabili e processi per il monitoraggio e la gestione dei rischi finanziari derivanti, nel breve, medio e lungo termine, dai fattori ambientali, sociali e di governance, ivi compresi quelli derivanti dal processo di aggiustamento e dalle tendenze di transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi normativi e degli atti giuridici dell'Unione e degli Stati membri in relazione ai fattori ambientali, sociali e di governance, in particolare l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica, nonché, ove pertinente per gli enti attivi a livello internazionale, nel contesto degli obiettivi giuridici e normativi dei paesi terzi.»

¹⁴³ Art. 76 (2), 87-bis (4) CRD VI.

¹⁴⁴ Art. 76 (2) CRD VI.

degli investitori, al fine di comunicare i processi e gli strumenti con cui le società allineeranno le proprie attività industriali verso il raggiungimento dell'obiettivo dell'azzeramento delle emissioni di gas serra¹⁴⁵. In concreto, i piani mirano a ridurre le emissioni nell'economia reale, in linea con l'obiettivo globale di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 e limitare il riscaldamento a 1,5 gradi Celsius sopra i livelli preindustriali¹⁴⁶. Coerentemente con tali prassi, due recenti iniziative richiedono alle imprese, inclusi gli enti creditizi, di pubblicare piani con la medesima finalità. In particolar modo, la Direttiva in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD) impone alle società di pubblicare, tra le altre, i "piani del gruppo, incluse le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi e l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050 come stabilito dal regolamento (UE) 2021/1119, e, se del caso, l'esposizione del gruppo ad attività legate al carbone, al petrolio e al

¹⁴⁵ Cfr. GFANZ, *Financial Institution Net-zero Transition Plans Fundamentals, Recommendations, and Guidance*, cit., 14: «A net-zero transition plan is a set of goals, actions, and accountability mechanisms to align an organization's business activities with a pathway to net-zero GHG emissions that delivers real-economy emissions reduction in line with achieving global net zero. For GFANZ members, a transition plan should be consistent with achieving net zero by 2050, at the latest, in line with commitments and global efforts to limit warming to 1.5 degrees C, above pre-industrial levels, with low or no overshoot».; NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Stocktake on Financial Institutions' Transition Plans and their Relevance to Micro-prudential Authorities*, 2023, disponibile al seguente link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/stocktake_on_financial_institutions_transition_plans.pdf, 13; TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans*, 2021, disponibile al seguente link: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics_Targets_Guidance-1.pdf, 41 ss. Quest'ultimo documento riporta gli estratti di alcuni esempi concreti di piani di transizione elaborati da società industriali.

¹⁴⁶ GLASGOW FINANCIAL ALLIANCE FOR NET ZERO (GFANZ), *Financial Institution Net-zero Transition Plans Fundamentals, Recommendations, and Guidance*, cit., 14.

gas”¹⁴⁷. La disposizione rende dunque i piani di transizione parte integrante dell’informativa societaria sulla sostenibilità¹⁴⁸. Malgrado l’assenza di riferimento esplicito, presuppone che le imprese rientranti nell’ambito di applicazione della Direttiva, inclusi gli enti creditizi¹⁴⁹, si rifacciano a tecniche prospettiche, come gli scenari, nell’adempiere a tali obblighi di trasparenza. Infatti, la normativa di secondo livello recante i principi per la rendicontazione contiene molteplici riferimenti all’analisi di scenari, che sarebbe prodromica all’identificazione di rischi, impatti e opportunità legate al cambiamento climatico¹⁵⁰. Altri principi, cui le imprese devono attenersi solo ove ritengano le questioni climatiche materiali, alludono altresì alla valutazione degli scenari ai fini della determinazione di obiettivi di riduzione delle emissioni¹⁵¹.

Analogamente, la direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese (Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD) recentemente adottata richiede la pubblicazione di piani di transizione con finalità di attenuazione del cambiamento climatico, atti a garantire, “con il massimo impegno possibile”, l’implementazione di modelli e strategie societarie compatibili con la transizione a un’economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1.5 °C, in

¹⁴⁷ Art. 29-bis(2)(a)(iii) Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (qui di seguito: CSRD).

¹⁴⁸ Cfr. 47° Considerando CSRD. I considerando ribadiscono la finalità di trasparenza di tali piani, che consentirebbero agli investitori di conoscere i rischi fisici e di transizione delle imprese e la loro resilienza nonché i loro piani di adattamento ai diversi scenari climatici.

¹⁴⁹ Vale a dire le imprese di grandi dimensioni o piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese, che sono enti di interesse pubblico *ex art. 2, 1), a)* della Direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d’esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio.

¹⁵⁰ Si vedano, *inter alia*, ESRS 2 SBM-3 19.; RA 9.; ESRS 2 IRO-1 20-21; RA 13, RA 14, RA 15, RA 30; E1-9–RA 65 (B); RA 72 (B) – RA 80. Inclusa l’identificazione di pericoli legati al clima di carattere acuto e cronico, ESRS 2 IRO-1 RA 11 (d) Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 della Commissione del 31 luglio 2023 che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità.

¹⁵¹ Cfr. E1-4 30 Regolamento Delegato (UE) 2023/2772.

conformità dell'accordo di Parigi¹⁵². Rispetto alla CSRD, che disciplina gli obblighi informativi, la CSDDD si focalizza sulla condotta delle imprese, richiedendo altresì di illustrare il processo di implementazione del piano nonché il legame dello stesso con la *governance* dell'impresa¹⁵³. La direttiva introduce inoltre dei poteri di vigilanza su tali piani, demandando Stati membri l'identificazione dell'autorità competente¹⁵⁴, che potrà presumibilmente essere l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Per quanto l'ambito di applicazione delle direttive non sia *in toto* sovrapponibile¹⁵⁵, il legislatore ha previsto uno stretto collegamento tra le disposizioni, introducendo anche un'esenzione dall'obbligo di pubblicazione ai sensi della CSDDD per gli enti e le controllate di enti che hanno già pubblicato un piano di transizione ai sensi della sopracitata CSRD¹⁵⁶.

In astratto, è ipotizzabile la non coincidenza tra i piani di transizione a finalità prudenziale ai sensi della CRD VI e quelli a finalità di informativa ai sensi di CSRD e CSDDD. Oltre alla diversa finalità, avranno anche grado diverso di pubblicità, alla luce della confidenzialità dei piani di transizione elaborati per ragioni prudenziali¹⁵⁷. Tuttavia, è auspicabile una convergenza o coerenza di tecniche per l'identificazione dei rischi¹⁵⁸, specialmente ai fini della

¹⁵² Cfr. Art. 22, Direttiva (Ue) 2024/1760 del Parlamento Europeo e Del Consiglio del 13 Giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle Imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (Ue) 2019/1937 e il Regolamento (Ue) 2023/2859 (in prosieguo CSDDD).

¹⁵³ Art. 22 (1), 22 (3) CSDDD.

¹⁵⁴ Art. 25 (1) CSDDD.

¹⁵⁵ La CSDDD si applica a società con più di 1000 dipendenti in media e con un fatturato di più di 450 000 000 € nel precedente esercizio, o per società capogruppo che appartengono a gruppi che raggiungono tali soglie. Si applica infine a società extra UE che hanno raggiunto tali soglie su base individuale o consolidata nell'ultimo esercizio, Art 2 (1)-2(2) CSDDD.

¹⁵⁶ Art 22 (2)-(3) CSDDD.

¹⁵⁷ Come anche evidenziato da 2.

¹⁵⁸ La necessità di raggiungere un maggior livello di coerenza tra gli standard in materia di piani di transizione, a finalità prudenziale e non, rientra anche tra le raccomandazioni a valle di una recente analisi di NGFS. NGFS, *Connecting Transition Plans: Financial and non-financial firms*, 2024, disponibile al seguente link:

https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2024/04/17/ngfs_connecting_transition_plans.pdf

valutazione degli scenari più avversi, per evitare la duplicazione dei costi e fugare possibili rischi di abuso del mercato di cui si darà conto in seguito¹⁵⁹.

5. *Gli scenari climatici e la vigilanza prudenziale di I e II Pilastro*

Le recenti modifiche alla Capital Requirements Directive (CRD VI) e al Capital Requirements Regulation (CRR III) sono foriere quindi di significative novità nel contesto dell'Unione bancaria europea, in particolare per quanto concerne l'integrazione dei rischi climatici nel quadro di vigilanza prudenziale. Come evidenziato nel paragrafo precedente, le recenti modifiche alla CRD introdotte dall'articolo 87-*bis*, che sanciscono formalmente l'uso degli scenari climatici come strumento di valutazione dei rischi nell'ambito della vigilanza di secondo pilastro¹⁶⁰, rappresenta un passo cruciale verso l'integrazione dei rischi climatici nel sistema di supervisione finanziaria, obbligando le istituzioni finanziarie a considerare gli impatti potenziali dei cambiamenti climatici nei loro processi di gestione del rischio. Con l'art. 87-*bis*, le autorità di vigilanza potranno infatti richiedere alle banche di valutare la loro esposizione ai rischi climatici attraverso scenari specifici, assicurando una maggiore resilienza del sistema bancario di fronte alle sfide poste dai cambiamenti climatici.

Tuttavia, fin quando tali norme non saranno entrate in vigore, si riscontra una mancanza di una chiara base giuridica che legittimi l'utilizzo degli scenari climatici come strumenti di vigilanza prudenziale. Nonostante questa lacuna normativa, tali scenari sono già ampiamente adottati dagli enti creditizi in virtù delle raccomandazioni formulate dalla Banca centrale europea nel 2020, che hanno sottolineato l'importanza di considerare i rischi climatici all'interno delle strategie di gestione del rischio¹⁶¹.

¹⁵⁹ In proposito si rimanda al paragrafo 5.

¹⁶⁰ Cfr. art. 1(28) della Direttiva n. 2024/1619, art. 87-*bis*(3), *supra*, paragrafo 4.2 e (nt 137).

¹⁶¹ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit., 22. Dopo aver pubblicato le Aspettative di Vigilanza sui rischi climatici e ambientali ad aprile 2022, anche la Banca d'Italia ha condotto un'indagine su 21 banche *less significant*,

Come evidenziato in precedenza, gli enti creditizi fanno già ricorso all'uso di scenari nel processo di autovalutazione dei rischi nell'ambito della vigilanza di secondo pilastro. In conformità con la Guida della Banca centrale europea sui rischi climatici e ambientali, le banche sono tenute ad integrare tali strumenti nell'ambito del processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)¹⁶² e del processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP)¹⁶³, con un possibile impatto sulla calibrazione delle riserve di liquidità¹⁶⁴.

Malgrado il valore non pienamente vincolante della Guida¹⁶⁵, appare opportuno ribadire ancora una volta come l'integrazione o meno dei rischi ambientali negli *stress test*, nell'ILAAP e nell'ICAAP abbia un impatto concreto nei punteggi dello SREP¹⁶⁶, con la possibilità che carenze nella implementazione degli scenari climatici possano portare all'adozione di misure correttive di tipo qualitativo o all'imposizione di requisiti patrimoniali aggiuntivi¹⁶⁷.

evidenziando un basso allineamento alle aspettative ma una crescente consapevolezza dell'importanza dei rischi climatici. A seguito dell'indagine, ha richiesto alle LSI di adottare piani d'azione per il triennio 2023-2025 per integrare tali rischi, monitorandone l'esecuzione e condividendo le principali buone prassi con il settore bancario. In questo contesto l'autorità di vigilanza ha raccomandato anche per gli enti meno significativi l'uso di scenari climatici modellati su quanto già elaborato dalla BCE e da organismi sovranazionali come il NGFS e l'IPCC. Cfr. BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 20; BANCA D'ITALIA, *Piani d'azione sull'integrazione dei rischi climatici e ambientali nei processi aziendali delle LSI: principali evidenze e buone prassi*, 2023.

¹⁶² Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, op. cit., Aspettativa 7.6 e Aspettativa 11.

¹⁶³ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, cit., Aspettativa 12.

¹⁶⁴ *Ibidem*.

¹⁶⁵ Si veda in proposito *supra*, paragrafo 3.2.

¹⁶⁶ F. ELDERSON, *Towards an immersive supervisory approach to the management of climate-related and environmental risks in the banking sector*, 18 febbraio 2022, disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2022/html/ssm.sp220218~57944d77c0.en.html>.

¹⁶⁷ *Ibidem*. Cfr. F. ELDERSON, *Making banks resilient to climate and environmental risks – good practices*

Alla luce di quanto fin ora detto, occorre interrogarsi se gli scenari climatici possano essere utilizzati dall'autorità di vigilanza per imporre alle banche vigilate requisiti di secondo pilastro derivanti da criticità nella valutazione dei rischi climatici e ambientali emerse nell'ambito dello SREP. A tale domanda sembra potersi dare risposta affermativa¹⁶⁸. Ai sensi dell'articolo 104 della direttiva 2013/36/UE e dell'articolo 16 del regolamento SSM, le autorità di vigilanza hanno il potere di richiedere fondi aggiuntivi alle istituzioni finanziarie. In particolare, l'articolo 104 della direttiva 2013/36/UE prevede che le autorità di vigilanza possano imporre requisiti patrimoniali supplementari per far fronte ai rischi specifici non adeguatamente coperti dai requisiti di capitale di primo pilastro. Analogamente, l'articolo 16 del regolamento SSM conferisce alle autorità la facoltà di imporre alle banche di detenere riserve di capitale addizionali qualora vengano identificate carenze significative nei loro processi di gestione del rischio. Pertanto, in presenza di evidenti lacune nella gestione dei rischi climatici e ambientali emerse durante lo SREP, le autorità di vigilanza sono legittimate a imporre requisiti patrimoniali aggiuntivi come misura correttiva, assicurando che le banche adottino strategie più solide e resilienti per fronteggiare tali rischi.

Il problema non risiede tanto nella possibilità di richiedere requisiti di secondo pilastro, quanto piuttosto nelle modalità con cui tali requisiti patrimoniali aggiuntivi possono essere imposti. La base giuridica appare, infatti, debole: allo stato dell'arte, gli scenari climatici come strumenti di vigilanza sono privi di un riferimento normativo esplicito. Anche con l'entrata in vigore della CRD VI, che fornirà una base giuridica di rango primario per l'uso degli scenari climatici, permangono problemi significativi riguardo alle modalità concrete con cui tali scenari dovranno essere elaborati e implementati dagli enti creditizi.

to overcome the remaining stumbling blocks, 14 marzo 2024, disponibile al seguente link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp240314~da639a526a.en.html>.

¹⁶⁸ In senso più ampio si rimanda ad A.L. RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?*, cit., 299-309, per quanto concerne la questione se l'elaborazione degli scenari climatici rientri nel mandato della Banca centrale europea.

Sebbene gli scenari climatici vengano già utilizzati dalle banche nell'ambito dello SREP per valutare i rischi climatici e ambientali sia nell'ILAAP che nell'ICAAP e siano essenziali per identificare e gestire i potenziali impatti dei cambiamenti climatici sulla solidità finanziaria e sulla liquidità delle istituzioni, manca ancora un insieme di linee guida da parte delle autorità di vigilanza che fornisca indicazioni metodologiche chiare e puntuali sull'uso di tali scenari¹⁶⁹. Questa assenza di *guidelines* specifiche crea un significativo grado di incertezza e variabilità nelle modalità con cui le diverse banche sviluppano e applicano gli scenari climatici. La mancanza di standardizzazione metodologica può portare, infatti, a interpretazioni divergenti e a una valutazione non uniforme dei rischi climatici e ambientali.

Le autorità di vigilanza sono, dunque, chiamate ad affrontare la sfida di sviluppare metodologie robuste e maggiormente dettagliate per

¹⁶⁹ Vale la pena evidenziare che, a conoscenza degli autori, nessuna *guidelines* elaborata dalla BCE o dall'ABE nell'ambito dello SREP fornisce una descrizione dettagliata di quali siano gli scenari da ricomprendere per la valutazione dei rischi climatici e di come le banche sono in concreto chiamate ad implementare tali strumenti. Cfr. *ex multis*, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)*, cit.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP)*, novembre 2018, disponibile al seguente link:

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ilaap_guide_201811.it.pdf; AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Report on revised Guidelines on common procedures and methodologies for SREP and supervisory stress testing*, ottobre 2022, disponibile al seguente link:

https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2022/EBA-GL-2022-

[03%20Revised%20SREP%20Guidelines/1028500/Final%20Report%20on%20Guidelines%20on%20common%20procedures%20and%20methodologies%20for%20SREP%20and%20supervisory%20stress%20testing.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2022/EBA-GL-2022-03%20Revised%20SREP%20Guidelines/1028500/Final%20Report%20on%20Guidelines%20on%20common%20procedures%20and%20methodologies%20for%20SREP%20and%20supervisory%20stress%20testing.pdf). In risposta al questionario elaborato dall'Autorità bancaria europea, gli *stakeholders* hanno espresso preoccupazioni riguardo all'inclusione del rischio climatico nei requisiti di secondo pilastro, ricordando che, in linea con il rapporto EBA sulla gestione e la supervisione dei rischi ESG pubblicato nel luglio 2021, il rischio climatico dovrebbe essere incorporato in modo proporzionale e progressivo, solo dopo ulteriori sviluppi nei dati e nelle metodologie nell'area dei test di stress climatici. Sulla carenza di dati e metriche adeguate si rimanda in letteratura a: D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, *op. cit.*, 47 ss.; A. SMOLENSKA e T. VAN'T KLOOSTER, *op. cit.*, 53 ss.

l'implementazione degli scenari climatici nell'ambito della vigilanza di secondo pilastro, senza generare incertezze o incoerenze nell'applicazione pratica delle norme da parte degli enti creditizi vigilati. Inoltre, vale la pena sottolineare che la mancanza di un quadro regolamentare chiaro e condiviso a livello europeo rende ancora più complessa l'armonizzazione delle prassi di vigilanza, rischiando di creare disparità tra i vari Paesi membri per quanto concerne le banche meno significative, con evidenti ripercussioni concorrenziali nell'ambito del Mercato Unico europeo.

Resta, infine, sullo sfondo un problema di non poco conto che il regolatore europeo sarà chiamato ad affrontare: l'esigenza di contemperare la creazione di un sistema di norme comune ai diversi operatori finanziari con il rispetto del principio di proporzionalità che sottende alla vigilanza prudenziale¹⁷⁰. Se da un lato è cruciale riconoscere che le banche, indipendentemente dalle loro dimensioni, siano chiamate a confrontarsi con la complessità dei cambiamenti climatici e l'incertezza ad essi associata, dall'altro le banche più piccole, a differenza delle grandi istituzioni finanziarie che possono godere di risorse più ampie per affrontare queste sfide, potrebbero trovarsi in una posizione di maggiore difficoltà – non solo finanziaria, ma anche tecnica – nell'elaborare scenari climatici dettagliati e nel garantire la conformità alla normativa.

A complicare ulteriormente questo difficile bilanciamento vi è la considerazione che spesso le banche di minori dimensioni, che operano in aree geografiche circoscritte, nonostante i suddetti problemi pratici nella progettazione degli scenari climatici, sono spesso esposte in misura maggiore ai rischi climatici. Ad esempio, alcune banche locali potrebbero avere una maggiore esposizione ai rischi fisici e di transizione quando operano in regioni gravemente colpite da calamità naturali. Affrontare queste sfide richiede pertanto un approccio equilibrato, che tenga conto delle specifiche esigenze e capacità dei diversi enti creditizi, ma che al tempo stesso non sottostimi i rischi ai quali le banche di minori dimensioni sono esposte.

¹⁷⁰ Con riguardo agli enti *less significant*, di inferiore dimensione, complessità, natura e importanza sistemica, si veda inoltre art 97 (4) CRD. Sulle criticità applicative del principio di proporzionalità, si veda in dottrina B. P. M. JOOSEN, *The principle of proportionality as an area of national discretion*, in *EBI Working Paper Series*, 2023, n. 151.

Appare ancora più incerta la possibilità di utilizzare gli scenari climatici come strumenti per integrare i rischi climatici e ambientali nei requisiti patrimoniali minimi. Allo stato dell'arte le attuali disposizioni di primo pilastro non contengano previsioni specifiche in tal senso. Tuttavia, non sembrano esservi ostacoli normativi all'uso degli scenari climatici per guidare l'aggiornamento dei requisiti patrimoniali nell'ambito del primo pilastro di Basilea¹⁷¹.

In verità, i regolatori e la letteratura economica hanno avuto sull'argomento un approccio ambivalente¹⁷². Se in un primo momento ci sono stati timidi tentativi, almeno programmatici, di includere i fattori ESG all'interno del primo pilastro¹⁷³, a queste prime iniziative hanno fatto seguito altre di senso diametralmente opposto poiché si è temuto che i cd. *green supporting factors* (GSF) avrebbero potuto aumentare il rischio anziché migliorarne la gestione, anche a fronte della scarsa presenza di evidenze concrete dell'impatto positivo dell'integrazione di fattori ESG sul profilo di rischio degli enti¹⁷⁴. Nel frattempo, è iniziata una nuova fase nella ricerca accademica che ha

¹⁷¹ Cfr. BANK OF ENGLAND, *Bank of England report on climate-related risks and the regulatory capital frameworks*, 2023, disponibile al seguente link: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2023/report-on-climate-related-risks-and-the-regulatory-capital-frameworks>. In letteratura si rimanda a: M. TÄGER e S. DIKAU, *op. cit.*, 7; A. SMOLENSKA e T. VAN 'T KLOOSTER, *op. cit.*, 56; S. DIKAU, N. ROBINS, A. SMOLEŃSKA, J. VAN 'T KLOOSTER e U. VOLZ, *Net zero transition plans A supervisory playbook for prudential authorities*, cit.

¹⁷² B. P. M. JOOSEN, *Prudential Requirements for ESG Risks of Banks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRUNEWALD (a cura di), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Cham, 2024, 343 ss.

¹⁷³ *Ibidem*.

¹⁷⁴ *Ibidem*; A. L. RISO, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable*, cit., 293; 343 ss.; S. MATIKAINEN, *Green doesn't mean risk-free: Why we should be cautious about a green supporting factor in the EU*, in *LSE Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment Blog*, 18 dicembre 2017, disponibile al seguente link: www.lse.ac.uk/granthaminstitute/news/eu-green-supporting-factor-bank-risk; D. SCHOENMAKERS e A. BOOT, *Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good*, in *Bruegel Blog Post*, 16 gennaio 2018, disponibile al seguente link: <https://www.bruegel.org/blog-post/climate-change-adds-risk-banks-eu-lending-proposals-will-do-more-harm-good>; J. H. BINDER, *Prudential requirements framework and sustainability*, in *EBI Working Paper Series*, 2022, n. 131, disponibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4276702.

portato ad una maggiore e diffusa consapevolezza della necessità di ripensare fondamentalmente le attuali regole del Primo Pilastro sui requisiti patrimoniali al fine di integrare i rischi ESG¹⁷⁵. È proprio in questo contesto che l'ABE sta vagliando la possibilità di utilizzare gli scenari climatici come strumento per integrare i rischi ESG nell'ambito del primo pilastro¹⁷⁶.

Oltre alla già menzionata carenza, in questo momento storico, di metriche e dati climatici e ambientali affidabili, un secondo ordine di problemi che frena i regolatori internazionali dall'inclusione dei fattori ESG nella vigilanza di primo pilastro risiede nel cd. rischio di *double counting*¹⁷⁷. La vigilanza di primo pilastro include già, in una certa misura, i fattori di rischio ambientale nei requisiti patrimoniali attraverso *external rating* o per mezzo dei rating interni delle banche. Pertanto, l'inclusione di fattori di aggiustamento legati a rischi ESG porterebbero a un doppio conteggio dei fattori di rischio ambientale nella misura in cui potrebbero essere già stati inclusi nell'ambito della valutazione delle esposizioni rilevanti¹⁷⁸.

Resta, infine, sullo sfondo un problema più ampio che riguarda il rapporto che sussiste tra i requisiti patrimoniali di primo pilastro e quelli di secondo pilastro. In questo contesto, il secondo pilastro dovrebbe perseguire due obiettivi distinti: i) affrontare i rischi per il capitale che non sono affatto, o sono insufficientemente, coperti dal primo pilastro e ii) incentivare le banche a superare carenze specifiche e ben

¹⁷⁵ Cfr. F. ELDERSON, *Towards an immersive supervisory approach to the management of climate-related and environmental risks in the banking sector*, op. cit.

¹⁷⁶ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*, 2023, EBA/REP/2023/34, 10: «From the Pillar 1 perspective, the use of observed data – i.e. most recent data and historical data, where relevant, complemented by expert judgement – represents a structural feature of the prudential framework. However, despite academic literature showing that some environmental risks are already priced in, most recent data may not yet reflect environmental risks in full due to data challenges or other challenges in linking environmental factors to traditional categories of financial risks. The EBA will further consider how scenario analysis could be used to enhance the forward-looking elements of the prudential framework. It will, however, remain important to ensure the continued accurate capture of financial risks other than environmental risks. This includes avoidance of double counting».

¹⁷⁷ AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *The role of environmental risks in the prudential framework. Discussion paper*, 2022, EBA/DP/2022/02, 45.

¹⁷⁸ *Ibidem*.

definite¹⁷⁹. Il primo obiettivo comporta tipicamente l'adozione di requisiti aggiuntivi di capitale in relazione a esposizioni al rischio non contemplate o insufficientemente coperte dal primo pilastro, mentre il secondo rappresenta una misura contingente, da rivedere una volta che le carenze siano state risolte in modo soddisfacente¹⁸⁰.

È fondamentale evitare che il secondo pilastro diventi un duplicato del primo¹⁸¹. Ciò significa che le misure di secondo pilastro dovrebbero mantenere un *focus* specifico sulle singole banche, coprendo rischi idiosincratici per i quali la conoscenza dettagliata delle singole istituzioni è essenziale¹⁸². Pertanto, se i regolatori ritengono che i rischi climatici e ambientali siano un rischio sistemico e non idiosincratico che interessa la totalità degli enti vigilati, apparirebbe più opportuno da un punto di vista metodologico, ad avviso di chi scrive, che il legislatore intervenga integrando l'analisi dei rischi climatici nel capitale minimo e non nei requisiti aggiuntivi di secondo pilastro.

In conclusione, appare senz'altro corretto che le banche tengano in considerazione i rischi climatici, dotandosi autonomamente di adeguati livelli di capitale e liquidità per far fronte a tali rischi. Tuttavia, non sembrano ancora maturi i tempi perché i regolatori introducano requisiti di capitale aggiuntivo a seguito delle valutazioni dello SREP o nell'ambito del primo pilastro¹⁸³.

Gli scenari climatici *bottom-up* possono essere certamente uno strumento utile in futuro, ma al momento mancano ancora dati affidabili e le metodologie sono in fase di definizione. Questa incertezza metodologica e la carenza di dati robusti rendono, pertanto, prematuro l'inserimento di requisiti patrimoniali aggiuntivi basati su tali valutazioni. Appare, invece, necessario che i regolatori continuino a lavorare sullo sviluppo di linee guida chiare e metodologicamente

¹⁷⁹ Cfr. art. 104 direttiva 2013/36/UE e art. 16 Regolamento (UE) n. 1024/2013.

¹⁸⁰ Sul rapporto che sussiste tra requisiti di primo e secondo pilastro si rimanda a: AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *The role of environmental risks in the prudential framework. Discussion paper*, cit., 13. In letteratura si rimanda a: M. BEVILACQUA e AL., *The evolution of the Pillar 2 framework for banks: some thoughts after the financial crisis*, in *Banca d'Italia - Questioni di economia e finanza*, 2019, n. 449, 19 ss.

¹⁸¹ M. BEVILACQUA e AL., cit., 19-20.

¹⁸² *Ibidem*.

¹⁸³ B. P. M. JOOSEN, *Prudential Requirements for ESG Risks of Banks*, cit., 373 ss.

solide per l'uso degli scenari climatici. Solo una volta che tali strumenti saranno maturi e affidabili si potrà considerare l'integrazione formale di requisiti di capitale aggiuntivo, garantendo così che le politiche prudenziali siano basate su evidenze concrete e scientificamente supportate¹⁸⁴.

6. *Scenari climatici e piani di transizione: uno strumento polifunzionale*

Oltre al loro utilizzo come strumenti per la vigilanza prudenziale delle banche, gli scenari climatici assolvono a un compito di più ampia portata, che non si limita ai soli enti creditizi ma si estende anche alle società non finanziarie e ai diversi settori dell'economia. Come accennato in precedenza gli scenari climatici costituiscono, infatti, il fondamento scientifico dei piani di transizione, essenziali per la pianificazione strategica e la gestione dei rischi legati al cambiamento climatico¹⁸⁵.

Originariamente emersi come prassi di mercato¹⁸⁶ e adottati da alcune aziende come parte dei loro sforzi per allineare le attività aziendali agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra, nel corso del tempo i piani di transizione hanno catturato l'interesse dei regolatori internazionali¹⁸⁷. Questo interesse si è, da ultimo, cristallizzato con l'inclusione esplicita dei piani di transizione nella CSRD¹⁸⁸ e nella CSDDD¹⁸⁹. L'attenzione normativa si è ulteriormente

¹⁸⁴ Sul tema è da ultimo intervenuto il Comitato di Basilea che raccomanda l'uso di scenari climatici nell'ambito della vigilanza prudenziale. Manca, ancora, tuttavia un'indicazione puntuale di quali siano gli scenari più opportuni da implementare e linee metodologiche chiare. Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles for effective banking supervision*, cit.

¹⁸⁵ S. DIKAU e AL., *Prudential net zero transition plans: the potential of a new regulatory instrument*, in *Journal of Banking Regulation*, 2024, 8 ss.; S. DIKAU e AL., *Net zero transition plans A supervisory playbook for prudential authorities*, cit., 3 ss.

¹⁸⁶ Cfr. *Supra*, paragrafo 3.3.

¹⁸⁷ Il NGFS si è di recente interessato all'elaborazione dei piani di transizione per le istituzioni finanziarie. Cfr. *ex multis* NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Transition Plan Package*, 2024, disponibile al seguente link: https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_transition_plan_package.pdf; NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Connecting Transition Plans: Financial and non-financial firms*, 2024, *op. cit.*.

¹⁸⁸ Cfr. Art. 29bis(2)(a)(iii) CSRD.

¹⁸⁹ Cfr. Art. 22 Direttiva (UE) n. 2024/1760.

consolidata con la CRD VI, che sembra voler introdurre i piani di transizione come strumenti di vigilanza prudenziale, evidenziando il loro crescente ruolo nell'ambito della regolamentazione finanziaria¹⁹⁰.

In concreto, il piano di transizione deve stabilire una strategia chiara per raggiungere la neutralità climatica, definendo, di conseguenza, obiettivi a breve e lungo termine e le strategie per il finanziamento della transizione. Questi obiettivi devono, poi, essere fatti propri dalla *governance* societaria e tradotti in azioni concrete che influenzano l'intero processo decisionale, partendo dai piani industriali fino a raggiungere le decisioni che riguardano l'operatività quotidiana¹⁹¹.

In questo contesto risulta fondamentale l'uso di metriche e dati scientifici per valutare l'impatto delle condizioni climatiche, sociali e legislative sul raggiungimento della neutralità climatica dell'impresa. Gli scenari climatici possono pertanto rappresentare un cruciale supporto per effettuare queste valutazioni¹⁹².

Occorre precisare che l'elaborazione dei piani di transizione non costituisce un'attività *una tantum*: con il mutare della situazione ambientale e legislativa è infatti importante che i piani di transizione vengano regolarmente rivisti e aggiornati, specialmente alla luce del

¹⁹⁰ Cfr. Art 87a (3) CRD VI.

¹⁹¹ NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Stocktake on Financial Institutions' Transition Plans and their Relevance to Micro-prudential Authorities*, cit., 14 ss.

¹⁹² S. DIKAU e AL., *Prudential net zero transition plans: the potential of a new regulatory instrument*, cit., 8. Sulla necessità di un fondamento scientifico dei piani di transizione si rimanda a: J. ROGELJ, O. GEDEN, A. COWIE e A. REISINGER, *Net-Zero Emissions Targets Are Vague: Three Ways to Fix*, in *Nature*, 2021, vol. 591, 365-68; A. A. GÖZLÜGÖL e G. W. RINGE, *Net-zero Transition and Divestments of Carbon-Intensive Assets*, in *European Corporate Governance Institute Law Working Paper*, 2023, n. 706, 11. Questi ultimi osservano che non vi sono conseguenze significative in termini di sanzioni, multe o responsabilità civile per le dichiarazioni prive di fondamento scientifico contenute nei piani di transizione. L'unica conseguenza ragionevole appare essere il danno reputazionale, il quale probabilmente ha un peso inferiore rispetto ai benefici finanziari ottenuti dal mancato rispetto degli impegni. Ad avviso di chi scrive, alla luce delle recenti novità legislative, appaiono, invece, ipotizzabili importanti conseguenze, non solo reputazionali, ma che spaziano dalle sanzioni amministrative a profili di rilievo penalistico, come si cercherà di dimostrare nel prosieguo della trattazione.

rapido ritmo che caratterizza tali cambiamenti¹⁹³. Le imprese saranno, pertanto, chiamate a modificare gli scenari climatici posti a fondamento dei piani di transizione, qualora le condizioni descritte in tali scenari non siano più verosimili in virtù dei mutamenti avvenuti¹⁹⁴. Questo processo continuo di revisione e aggiornamento permette di adattare i piani di transizione alle nuove sfide e opportunità, garantendo che le imprese siano sempre pronte a rispondere efficacemente ai cambiamenti climatici e alle evoluzioni normative e tecnologiche.

Gli scenari climatici, alla luce di quanto detto finora, svolgono un triplice ruolo. In primo luogo, le modifiche alla CRD, nonché le iniziative in materia di finanza sostenibile (CSRD, CSDDD), li ritraggono come strumento di *disclosure* verso il mercato, dal momento che forniscono una base trasparente e scientificamente fondata per la comunicazione degli impegni in materia ambientale e delle strategie di sostenibilità alle parti interessate, inclusi investitori, regolatori e *stakeholders*. In secondo luogo, fungono da strumento di gestione del rischio, aiutando le banche a identificare, valutare e mitigare i potenziali impatti dei cambiamenti climatici sul loro modello di *business*. Il ricorso agli scenari legittimerebbe, dunque, l'adozione di misure correttive ad opera delle autorità di vigilanza per ridurre l'esposizione ai rischi climatici. Infine, appaiono essere uno strumento di pianificazione strategica, guidando le aziende nella definizione di obiettivi di lungo termine e nella pianificazione delle azioni necessarie per la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, con un evidente impatto sui modelli di business e sull'attività di erogazione del credito.

Dalla sovrapposizione in capo ad un unico strumento di una pluralità di ruoli e funzioni sembrano emergere alcuni profili di criticità. Il rapporto che sussiste tra gli scenari climatici utilizzati a fini di vigilanza prudenziale e quelli elaborati con finalità di *disclosure* rappresenta un tema complesso, di non facile soluzione. Questi scenari, pur condividendo le basi metodologiche, rispondono, infatti, a esigenze diverse.

¹⁹³ GFANZ, *Financial Institution Net-zero Transition Plans Fundamentals, Recommendations, and Guidance*, cit., 14.

¹⁹⁴ *Ibidem*.

Gli scenari climatici elaborati nei piani di transizione indicati nella riforma della CRD – e più in generale tutti quelli adottati dagli enti creditizi nell’ambito della vigilanza prudenziale – sono principalmente strumenti di gestione del rischio, essendo chiamati a valutare e mitigare i rischi climatici che possono avere ripercussioni sulla stabilità finanziaria dell’ente. Di converso, gli scenari elaborati ai sensi della CSRD e della CSDDD mirano a fornire trasparenza sulle pratiche e sugli impegni ambientali delle aziende, svolgendo un ruolo cruciale nel mantenimento della fiducia del mercato¹⁹⁵.

Come già evidenziato in precedenza, la CSDDD esenta le imprese già soggette all’obbligo di elaborare un piano di transizione ai sensi della CSRD dalla redazione di un ulteriore piano¹⁹⁶. Il legislatore non chiarisce, però, il rapporto specifico tra questo piano e quello che le banche dovranno elaborare ai sensi della futura CRD VI.

Pare, dunque, potersi affermare che ci siano due piani distinti: uno indirizzato al mercato e l’altro al supervisore. Questa distinzione solleva una serie di domande circa la coerenza e l’armonizzazione tra i due piani¹⁹⁷. In particolare, ci si deve chiedere se gli scenari climatici alla base dei due piani debbano essere uguali. Ad avviso di chi scrive, pur riconoscendo che i piani di transizione possano avere finalità diverse e che pertanto potrebbero necessitare di approcci parzialmente differenti, è necessario che il loro fondamento sia, se non totalmente identico, quantomeno simile. Gli scenari utilizzati nei due piani di transizione potrebbero, quindi, in concreto differire perché rispondono a esigenze diverse. Ad esempio, nell’ipotesi della gestione del rischio,

¹⁹⁵ Sulle differenti funzioni che rivestono i piani di transizione si rimanda a: NGFS, *Stocktake on Financial Institutions’ Transition Plans and their Relevance to Micro-prudential Authorities*, cit., 4 ss.; ABE, *Consultation Paper - Draft Guidelines on the management of ESG risks*, cit., 8 ss. In dottrina si rimanda a S. DIKAU e AL., *Prudential net zero transition plans: the potential of a new regulatory instrument*, cit., 8-11.

¹⁹⁶ Cfr. paragrafo 3.3.

¹⁹⁷ ABE, *Consultation Paper - Draft Guidelines on the management of ESG risks*, cit., 8 ss. L’ABE evidenzia che la CRD VI non richiederebbe che i piani di transizione siano necessariamente allineati con gli obiettivi di sostenibilità dell’Unione Europea o dei singoli Stati membri, avendo come unico obiettivo l’integrazione da parte delle banche dei rischi ESG nelle loro strategie, politiche e processi di gestione del rischio, adottando una prospettiva di lungo termine per assicurare la solidità e la resilienza degli enti stessi.

potrebbe essere necessario includere scenari che considerino maggiormente il verificarsi di disastri naturali. Ciò che, però, appare importante è garantire la coerenza tra i diversi piani, assicurando che le informazioni di base siano allineate e che le prospettive, sebbene differenti, si integrino per offrire una visione completa e affidabile delle strategie di transizione e delle misure di gestione del rischio adottate.

Ciò garantirebbe, pertanto, che le valutazioni del rischio climatico siano allineate con le comunicazioni al mercato. Se le banche utilizzassero scenari climatici diversi per la gestione del rischio rispetto a quelli utilizzati per la *disclosure*, potrebbero, infatti, sorgere discrepanze che minerebbero la fiducia degli *stakeholder* e la validità delle analisi di rischio¹⁹⁸. A tal proposito occorre evidenziare che l'assenza di chiare linee guida potrebbe legittimare gli enti vigilati a selezionare scenari troppo ottimistici, come quelli di transizione “*orderly*” di NGFS, finendo così per sottostimare i propri rischi nell’informativa rivolta agli investitori.

Quanto appena detto potrebbe dare vita ad una serie di rischi legali significativi, inclusi quelli legati alla cosiddetta *climate litigation*. Questi rischi non si limitano al solo ambito civilistico, ma possono anche comportare implicazioni di natura penale.

La comunicazione al mercato di piani di transizione che hanno fondamenti scientifici diversi da quelli in concreto comunicati alle autorità di vigilanza rischia di essere difatti foriera di confusione, ben potendo trarre in errore gli investitori circa l'effettivo valore della società. È lecito pensare che la fattispecie possa in concreto integrare il reato di manipolazione del mercato ai sensi del Market Abuse Regulation¹⁹⁹. Anche se le informazioni divulgate al mercato non riguardano direttamente aspetti finanziari, è innegabile, considerando quanto detto finora, che la diffusione di informazioni fuorvianti su un

¹⁹⁸ *Ivi*, 11. L'ABE suggerisce che, sebbene i piani di transizione previsti dalla CRD e quelli di *disclosure* imposti dalla CSRD possano astrattamente basarsi sugli stessi fondamenti scientifici, potrebbe essere opportuno valutare le stesse metriche e le altre informazioni divulgate in modo diverso, a seconda che si tratti di una prospettiva di *disclosure* sulla sostenibilità o di una prospettiva prudenziale.

¹⁹⁹ Cfr. art. 12(1)(c) del Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione. Sul

tema così rilevante può influenzare la valutazione futura della società e, di conseguenza, avere implicazioni sui suoi dati patrimoniali, economici e finanziari²⁰⁰.

Da ultimo, in virtù di quanto fin qui esposto, è opportuno auspicarsi che l'entrata in vigore della CRD VI sia accompagnata da un intervento tempestivo e chiarificatore da parte del regolatore per evitare rischi legali e incertezze nell'attuazione dei piani di transizione. È essenziale, infatti, che le autorità di regolazione forniscano indicazioni precise e dettagliate sulle modalità di elaborazione degli scenari climatici e sul rapporto tra i diversi modelli di piani di transizione. Senza un chiaro quadro normativo, le banche si troverebbero costrette a navigare in acque incerte e potenzialmente pericolose.

In conclusione, gli scenari climatici possono essere uno strumento utile per le banche nella gestione dei rischi climatici e ambientali, contribuendo a garantire la sana e prudente gestione degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Tuttavia, siamo ancora in una fase iniziale, in cui, pur non essendoci ostacoli normativi all'uso di scenari *bottom-up* per imporre requisiti patrimoniali di I e II pilastro, emergono sfide pratiche come lo sviluppo incompleto delle metodologie e la carenza di dati affidabili, oltre che un rischio di *double counting* dei rischi climatici e ambientali, qualora siano introdotti sia nelle misure di I che in quelle di II pilastro. Rimangono inoltre sullo sfondo problemi legati al rispetto del principio di proporzionalità nell'elaborazione degli scenari da parte di banche significative e meno significative. Infine, è necessario chiarire il rapporto tra gli scenari previsti dalla CRD VI e quelli introdotti dalla CSDDD, onde evitare sovrapposizioni che potrebbero generare confusione e incertezza negli operatori. Un approccio coordinato e una maggiore chiarezza normativa saranno pertanto essenziali per sfruttare appieno il potenziale di questi strumenti. A fronte della varietà di metodologie disponibili, sarà opportuno chiarire la necessità di considerare anche scenari "più avversi", che consentano alle banche di "prepararsi al peggio", ovvero

²⁰⁰ Sulle implicazioni che le informazioni legate ai fattori ESG possono avere in ambito penalistico si rimanda a: P. O. MÜLBERT e A. SAJNOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, in *European Corporate Governance Institute Law Working Paper*, 2020, n. 548, disponibile al seguente link: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/muelbertsajnovitsfinal.pdf.

all'ipotesi di elevati rischi fisici e di transizione, amplificati dall'aggravarsi della crisi climatica.

Ad avviso di chi scrive, è infatti fondamentale per la stabilità finanziaria degli enti creditizi che uno strumento come gli scenari climatici, nato con il nobile fine di supportare la quantificazione dei rischi legati al cambiamento climatico, non diventi esso stesso fonte di ulteriori incertezze e rischi legali.

Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti “greenfield”: il ruolo della vigilanza*

SOMMARIO: 1. Gli investimenti esteri diretti come strumento per la sicurezza economica - 2. La disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti come strumento per l’ordine pubblico e la sicurezza nel Mercato Interno - 3. Le criticità in materia di investimenti esteri diretti ed i rischi connessi a forme di *greenfield investments* - 4. Il necessario coordinamento dei controlli e dell’attività di vigilanza per la coerenza ed efficacia degli strumenti a tutela del Mercato Interno.

1. Gli investimenti esteri diretti come strumento per la sicurezza economica.

La globalizzazione dei mercati (favorita dallo sviluppo nell’utilizzo di strumenti ICT), le crisi economiche, l’emergenza sanitaria (COVID-19) ed il conflitto in Ucraina del 2022 sono fattori che hanno contribuito a mutare le prospettive di crescita nel contesto europeo e internazionale accentuando le relazioni tra profili politici e giuridico-economici¹.

Tali eventi hanno inciso sui bilanci pubblici degli Stati Membri, unitamente alla necessità di sostenere la crescita europea mediante investimenti per l’attività di ricerca e sviluppo nei settori connessi alle

* M. Pignatti, Scuola Superiore Universitaria ad Ordinamento Speciale – CASD, matteo.pignatti@unicasd.it.

¹ *Ex multis*: F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell’Unione europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, 2015; D. ROSSANO (a cura di), *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, Milano, 2023, in cui si segnala il contributo di F. Capriglione; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, 154; R. MASERA, *L’Europa, l’Unione Europea e l’eurozona: crisi e proposte di soluzione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 151 ss.; F. ANNUNZIATA, M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. delle società*, 2020, 572 e s. In relazione alla cd. “crisi energetica”: A. VITA, *Climate change e crisi energetica, quali prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 568 ss.; F. PANETTA, *Il futuro dell’economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale*, *Lectio magistralis in occasione del conferimento della laurea honoris causa in scienze giuridiche banca e finanza presso l’Università degli Studi di Roma Tre*, 23 aprile 2024.

transizioni², comportando l'adozione di misure, a livello europeo e nazionale, per far fronte alle conseguenze ed alle asimmetrie economiche tra gli Stati membri³. I programmi di sviluppo europeo (es. il *Green Deal Industrial Plan*)⁴ si sono sovrapposti in Europa alla

² *Ex multis*: F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, San Giuliano Milanese, 2023, 217 e s.; M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in M. Passalacqua (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 3 ss.

³ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione 2020 in materia di previsione. Previsione strategica: tracciare la rotta verso un'Europa più resiliente*, 9 settembre 2020. In dottrina: S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino, 2021, 8, in cui l'Autore, dopo aver introdotto i contenuti della libertà di iniziativa economica, descrive l'incidenza delle crisi economiche nel rapporto tra autonomia delle imprese e regolazione pubblica e riconduce il ruolo della Commissione UE ad una «forte componente di discrezionalità politica» collegata ad una «riscoperta (...) dell'interventismo degli Stati»; G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022; G. LUCHENA, *Crisi energetica e aiuti di stato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. n. 1, 129 e s.; S. CASSESE, *Territori e potere. Un nuovo ruolo per gli Stati?*, Bologna, 2016.

⁴ A livello UE, *policies* di sviluppo economico indirizzate alla sostenibilità ed alla indipendenza (economica e tecnologica) da soggetti terzi evidenziano la necessità di sostenere l'autonomia europea in determinati settori e favorire, anche mediante forme di intervento pubblico nell'economia. Cfr. anche: Commissione UE, *State aid: Commission consults Member States on proposal for a Temporary Crisis and Transition Framework*, 1° febbraio 2023, in cui si chiarisce come la Commissione UE intenda intervenire sul Regolamento (UE) 17 giugno 2014, n. 651, *che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato*, che consente agli Stati membri di attuare direttamente le misure di aiuto, senza doverle notificare preventivamente alla Commissione per approvazione.

governance economica⁵ e alle misure di finanza pubblica da cui dipendono le risorse per la crescita e settori ritenuti strategici⁶.

In questo contesto i rischi derivanti da investimenti esteri in aziende strategiche senza condizioni di reciprocità⁷, speculazioni sui mercati finanziari e “acquisti predatori” di attività strategiche (volti a generare effetti di “coercizione economica” e limitare la disponibilità di un bene nel mercato europeo al fine di generare forme di dipendenza esterna)⁸ hanno accentuato il ricorso a misure nazionali restrittive delle libertà economiche in relazione alla necessità di garantire la sicurezza dell’approvvigionamento (ad es. nel settore dell’energia), la disponibilità di tecnologie necessarie per lo sviluppo economico (es. in materia di semiconduttori), la stabilità prudenziale e il corretto funzionamento del sistema finanziario (es. i beni, i rapporti e le

⁵ Sul riesame della *governance* economica europea, a seguito dell’Accordo tra Parlamento UE e Consiglio sulla riforma delle norme di bilancio (del 10 febbraio 2024), si v.: Regolamento (UE) 2024/1263, *relativo al coordinamento efficace delle politiche economiche e alla sorveglianza di bilancio multilaterale e che abroga il regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio*; Regolamento (UE) 2024/1264, *recante modifica del regolamento (CE) n. 1467/97 per l’accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi*; Direttiva (UE) 2024/1265, *recante modifica della direttiva 2011/85/UE relativa ai requisiti per i quadri di bilancio degli Stati membri*. In dottrina: G. AMATO, F. BASSANINI, C. DE VINCENTI, P. GUERRIERI, M. MESSORI, P. C. PADOAN, R. PERISSICH, G. L. TOSATO, *La governance economica dell’Unione Europea nel nuovo scenario geopolitico: un’agenda di policy*, in *www.astrid-online.it*, 23 marzo 2023, 5 ss., in cui ci si riferisce all’esigenza di «una forte *leadership* politico-istituzionale europea».

⁶ A. SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in V. DONATIVI (a cura di) *Trattato delle società*, Milano, 2022, IV, 843 ss.

⁷ Per una analisi di ordinamenti giuridici extra-UE, si v.: G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit.; G. DI TARANTO, *Scenari macroeconomici della deglobalizzazione*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell’economia*, Vicenza, 2023, 69 ss.

⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Riesame della politica commerciale - Una politica commerciale aperta, sostenibile e assertiva*, 18 febbraio 2021, 22, in cui è rinnovato l’invito a tutti gli Stati membri «a istituire e applicare un meccanismo completo di controllo degli IED per affrontare i casi in cui l’acquisizione o il controllo di una particolare impresa, infrastruttura o tecnologia creerebbe un rischio per la sicurezza o l’ordine pubblico nell’UE».

infrastrutture finanziarie)⁹, la prestazione di servizi pubblici essenziali¹⁰.

L'elevato grado di integrazione del Mercato Interno e la necessità di individuare e affrontare i possibili rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico che possono assumere rilevanza sistemica hanno contribuito a definire strumenti per garantire l'efficace tutela degli interessi connessi al corretto ed efficace funzionamento nel Mercato Interno¹¹, tra cui è ricompreso il meccanismo di cooperazione tra gli Stati membri in materia di Investimenti Esteri Diretti (IED).

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Dichiarazione di Jonathan Hill a nome della Commissione europea in merito ai controlli sui capitali imposti dalle autorità greche*, 29 giugno 2015; id., *Documento di riflessione sulla gestione della globalizzazione*, 10 maggio 2017, in cui si configura un ruolo della Commissione volto a definire norme per creare condizioni di parità, contrastando comportamenti deleteri e scorretti, quali l'evasione fiscale, il dumping sociale o le sovvenzioni statali. Strumenti di difesa commerciale efficaci e un tribunale multilaterale per gli investimenti potrebbero anch'essi aiutare l'UE a intervenire con determinazione nei confronti dei paesi o delle imprese che praticano la concorrenza sleale. In dottrina, *ex multis*: F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della sana e prudente gestione*, in S. Landini - L. Ruggieri (a cura di), *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, Napoli 2017, 259 e s.

¹⁰ Tale possibilità ricorre ove misure meno restrittive (come la previsione normativa di obblighi di servizio pubblico a tutte le società che operano in determinati settori) siano insufficienti ad affrontare una minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività.

¹¹ A titolo esemplificativo si v.: il Regolamento UE 2021/821, che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione); Regolamento UE 2022/2560, relativo alle sovvenzioni estere distorsive del Mercato Interno; Regolamento UE 2023/2675, sulla protezione dell'Unione e dei suoi Stati membri dalla coercizione economica da parte di paesi terzi. Cfr. S. SCHILL, *The European Union's Foreign Direct Investment Screening Paradox: Tightening Inward Investment Control to Further External Investment Liberalization*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2019, 105-128, ove si prospetta la possibilità che la disciplina sugli IED sia utilizzata dall'UE come strumento nei negoziati sul commercio e sugli investimenti con Paesi economicamente potenti, come gli Stati Uniti o la Cina, al fine di ottenere, sulla base della reciprocità, un migliore accesso degli investitori dell'UE ai mercati esteri.

Gli IED¹², quale elemento della politica commerciale comune, costituiscono una competenza esclusiva dell'UE¹³ e rappresentano uno strumento nel bilanciamento di rapporti giuridici ed economici tra le Istituzioni UE e gli Stati membri.

Gli Stati membri possono ricorrere alle deroghe alle libertà economiche europee connesse alla tutela di interessi essenziali alla sicurezza dello Stato¹⁴, all'ordine pubblico e sicurezza¹⁵ per assumere

¹² Regolamento UE, 2019/452, art. 2, p.to 1, in cui per «investimento estero diretto», si intende «un investimento di qualsiasi tipo da parte di un investitore estero inteso a stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra l'investitore estero e l'imprenditore o l'impresa cui è messo a disposizione il capitale al fine di esercitare un'attività economica in uno Stato membro, compresi gli investimenti che consentono una partecipazione effettiva alla gestione o al controllo di una società che esercita un'attività economica».

¹³ TFUE, art. 3, I, lett. e) e art- 207, II. M. CREMONA, *Regulating FDI in the EU Legal Framework*, in J.H.J. Bourgeois (a cura di), *EU Framework for Foreign Direct Investment Control*, Alphen-sur-le-Rhin, 2019, 3.

¹⁴ TFUE, art. 346.

¹⁵ TFUE, art. 65, I, lett. b). C. Giust. UE, 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22, ove la Corte richiama la precedente giurisprudenza e riconduce l'applicazione delle limitazioni alle libertà economiche UE alla sussistenza di un interesse generale, che non può essere ricostruito a motivi «di natura puramente economica connessi alla promozione dell'economia nazionale». Si precisa che «l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica possono essere quindi invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività». La libera circolazione dei capitali (TFUE, art. 63) costituisce una libertà tutelata non solo all'interno dell'UE, ma anche con i paesi terzi. Tale libertà non ha carattere assoluto. Le eventuali restrizioni, devono essere adeguate, necessarie e proporzionate al conseguimento dei legittimi obiettivi di sicurezza e ordine pubblico. Non dovrebbero essere di natura puramente economica (C. Giust. UE, *Associação Peço a Palavra*, in C-563/17, p.to 70) e possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva ed abbastanza grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (C. Giust. CE, *Église de Scientologie*, in C-54/99, p.to 17; C. Giust. CE, *Commissione c. Belgio*, in C-503/99, p.to punto 47; C. Giust. CE, *Commissione c. Spagna*, in C-463/00 p.to 72). Tali obiettivi sono soggetti al sindacato della Corte di giustizia, come motivi imperativi di interesse generale. Si v. S. ALVARO - M. LAMANDINI - A. POLICE - I. TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*, in *Consob – quaderni giuridici*, febbraio 2019, 12-15; L. LOCCI, *Controllo degli investimenti esteri diretti e libertà europee nel caso Vig/Aegon (FDI screening and European freedoms in the Vig/Aegon case) nota alla Decisione*

decisioni rispettivamente sulle attività economiche di rilevanza strategica per il sistema di difesa e la sicurezza nazionale¹⁶ e per l'interesse nazionale¹⁷.

La disciplina europea interviene invece nel definire strumenti per la tutela della sicurezza del Mercato Interno, al fine di evitare che l'incidenza negativa di un evento si estenda su più Stati membri, generando effetti sistemici.

L'inclusione del settore finanziario (che la disciplina considera comprensivo di quello bancario e quello assicurativo) tra quelli rilevanti per l'interesse nazionale¹⁸ ha messo in evidenza la rilevanza dei profili

della Commissione del 21 febbraio 2022, Caso M. 10494 – Vig/Aegon CEE, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, II, 1 e s., in cui si evidenzia la necessità di «accogliere un'interpretazione più moderna e stringente delle nozioni di “sicurezza nazionale” e “interesse nazionale”, al fine di limitare l'ingerenza dell'autorità pubblica nel settore economico e proteggere gli asset strategici senza pregiudicare i diritti degli operatori di mercato».

¹⁶ D.l. n. 21 del 2012, artt. 1 e *1bis*, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56.

¹⁷ D.l. n. 21 del 2012, art. 2, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56.

¹⁸ L'ordinamento giuridico italiano aveva anticipato il Regolamento UE, 2019/452, inserendo le «infrastrutture finanziarie» nell'ambito di applicazione dei poteri speciali c.d. di “golden power”. Si v. il d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, conv. in l. 4 dicembre 2017, n. 172, che ha introdotto il c. 1-*ter* all'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, conv. in l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche d.p.c.m. 18 dicembre 2020, n. 179, art. 8, che introduce le definizioni di «infrastrutture critiche», «tecnologie critiche», «fattori produttivi critici», «informazioni critiche» e «rapporti di rilevanza strategica», che costituiscono un elemento essenziale ai fini del corretto inquadramento dell'ambito di applicazione della disciplina e individua gli ulteriori beni e rapporti rilevanti ai fini dell'esercizio dei poteri speciali nei settori dell'energia, dell'acqua, della salute, nel settore finanziario, nei settori dell'intelligenza artificiale, della robotica, dei semiconduttori, della cibersicurezza, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, nei settori delle infrastrutture e delle tecnologie aerospaziali non militari, nel settore dell'approvvigionamento di fattori produttivi e nel settore agroalimentare. In dottrina: S. ALVARO, *Poteri speciali e settore finanziario*, in *Sistema di informazione per la sicurezza della Repubblica* (a cura di), Golden Power, 2019, 73-74; F. ANNUNZIATA – M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. delle società*, 2020, 572 e s.; F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal “governo” delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 105 e s.; M. PELLEGRINI – A. SACCO GINEVRI, *Il ruolo dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in M. Pellegrini (a cura di) *Diritto pubblico dell'economia*, cit., 263 e s.

connessi alla disciplina degli IED meritando specifici approfondimenti dal settore del diritto dell'economia¹⁹.

Il presente contributo intende analizzare la disciplina europea in materia di IED, anche mediante un raffronto con la recente proposta di modifica²⁰. L'analisi vuole dare rilievo alle criticità connesse agli investimenti esteri diretti dando particolare evidenza a quelli derivanti dai c.d. greenfield investments, cioè quelle forme di investimenti conseguenti alla costituzione di un soggetto stabilito all'interno dell'Unione Europea da parte di un investitore estero. Tali rischi possono riflettersi sull'efficienza dei settori finanziario, bancario ed assicurativo, incidendo altresì sul ruolo dell'attività di vigilanza prudenziale nella definizione di una coerenza sistemica nel Mercato Interno²¹.

La ricerca si propone di evidenziare la rilevanza del rapporto tra i meccanismi di controlli nazionali ed il ruolo della vigilanza prudenziale e come questo non consenta, ad oggi, di escludere le criticità connesse agli IED, soprattutto in relazione a forme di "greenfield investments" (oggetto di minori controlli e di cui risulta più complessa l'identificazione dei rischi). Si intende sottolineare la necessità di forme di controllo maggiormente integrate e coordinate per prevenire e gestire rischi che assumono una dimensione transfrontaliera ed i cui effetti

¹⁹ F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea. Le ragioni di un difficile incontro*, cit.; A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. reg. mercati*, 2021, 55 e s.; F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. NAPOLITANO (a cura di) *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Il Mulino, Bologna, 2020, 105 e s.; R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 228 e s.; G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 549 ss.

²⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, 26 gennaio 2024.

²¹ Per una ricostruzione dell'evoluzione dell'attività di vigilanza e delle sue criticità si v., *ex multis*: D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, 2007; E. BRUTI LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, politica e democrazia*, Torino, 2019; S. AMOROSINO, *Le Autorità indipendenti "economiche" ed il prisma delle conformazioni dei contratti*, in questa *Rivista*, 2024, 253 ss.

negativi possono amplificarsi nel Mercato Interno incidendo sulla fiducia degli investitori e sulla stabilità dei mercati.

L'analisi intende quindi suggerire possibili correttivi che, sfruttando la revisione della disciplina europea, possano risultare maggiormente adeguate nel definire una «strategia europea per la sicurezza economica»²².

2. La disciplina europea in materia di investimenti esteri diretti come strumento per l'ordine pubblico e la sicurezza nel Mercato Interno

La disciplina europea in materia di IED legittima i meccanismi nazionali di controllo, in conformità agli impegni assunti a livello internazionale²³, a limitare i flussi di capitale derivanti da investimenti esteri avendo come obiettivo la predisposizione di «strumenti per affrontare in modo globale i rischi per la sicurezza e per l'ordine pubblico» garantendo un margine di flessibilità necessaria per rispondere a specificità nazionali²⁴.

L'ordinamento giuridico europeo non ha infatti inteso realizzare un'armonizzazione dei sistemi nazionali di controllo già esistenti in

²² COMMISSIONE EUROPEA, ALTO RAPPRESENTANTE DELL'UNIONE PER GLI AFFARI ESTERI E LA POLITICA DI SICUREZZA, *Comunicazione congiunta sulla "strategia europea per la sicurezza economica"*, 20 giugno 2023. Cfr. anche: COMMISSIONE EUROPEA, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, 24 gennaio 2024.

²³ Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 3 e n. 35, ai sensi dei quali gli impegni assunti nell'ambito dell'OMC, dell'OCSE e degli accordi commerciali e di investimento conclusi con paesi terzi, consentono «[al]l'Unione e [a]gli Stati membri [di] adottare, per motivi di sicurezza o di ordine pubblico, misure restrittive nei confronti degli investimenti esteri diretti, purché siano rispettate alcune condizioni». L'attuazione della disciplina in materia di IED, da parte dell'Unione o dei suoi Stati membri, deve conformarsi agli articoli XIV, lettera a), e XIV bis dell'Accordo generale sugli scambi di servizi (GATS) nonché, più in generale, al diritto UE. In dottrina, *ex multis*: A. SANDULLI, *La febbre del golden power*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2022, 743, in cui il Regolamento UE 452/2019 è descritto come «uno strumento volto anche a favorire il processo di integrazione europea, attraverso l'introduzione di misure armonizzate tra gli Stati membri e un ruolo solo apparentemente laterale della Commissione UE, che però sembra destinato a diventare sempre più grande. Il *golden power*, in questo senso, potrebbe essere visto come una delle forme di protezione perimetrale degli interessi finanziari dell'Unione Europea».

²⁴ Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 9.

materia di IED, ma ha definito un meccanismo di cooperazione nel Mercato Interno²⁵ che ha ad oggetto i rischi che riguardano almeno due Stati membri o l'UE nel suo complesso e si inserisce in un articolato sistema di settori economici e discipline di settore²⁶.

Il fine delle previsioni ed il loro ambito di applicazione è connotato nella definizione di “investimento estero diretto”²⁷. Si intende infatti prevenire l'instaurazione di legami durevoli e diretti tra investitori di paesi terzi (compresi i fondi sovrani), e imprese che esercitano un'attività economica ritenuta di interesse strategico in uno Stato membro. La nozione di IED assume quindi una portata ampia e tale da ricomprendere tutte le modalità di investimento che possano comportare l'esercizio di poteri di gestione o controllo sull'operatore economico (per tale motivo si suggeriva l'esclusione degli investimenti di portafoglio dall'esercizio dei poteri speciali connessi agli IED²⁸), al

²⁵ Quando uno Stato membro controlla un IED, il meccanismo di cooperazione prevede che: lo Stato membro che esegue il controllo ne dia comunicazione alla Commissione e agli altri Stati membri il prima possibile; gli altri Stati membri possano formulare osservazioni se ritengono che un IED possa incidere sulla propria sicurezza o sul proprio ordine pubblico; la Commissione possa emettere un parere se ritiene che un IED possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico in più di uno Stato membro; la Commissione sia tenuta a informare gli altri Stati membri quando vengono formulate osservazioni o viene formulato un parere. COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni*, 6 aprile 2022.

²⁶ Es. il Regolamento UE 2021/821, *che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione)*; Regolamento UE 2022/2560, *relativo alle sovvenzioni estere distorsive del Mercato Interno*.

²⁷ Regolamento UE, 2019/452, art. 2, p.to 1.

²⁸ Gli investimenti di portafoglio sono quelli finalizzati all'«acquisto dei titoli sul mercato dei capitali (...) per realizzare un investimento finanziario, senza intenzione di influenzare la gestione dell'impresa», pur non rientrando nell'ambito di applicazione del regolamento (Regolamento UE n. 2019/452, cons. 9) sono risultati (in alcuni casi) soggetti a controllo. Sulla definizione di investimenti di portafoglio cfr. C. GIUST. UE, 28 settembre 2006, *Commissione CE c. Regno dei Paesi Bassi*, in C-282/04 e C-283/04, p.to 19. Sul controllo di tali investimenti cfr. Commissione UE, *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro*

fine di prevenire possibili ingerenze in settori che, in ragione del loro valore strategico, potrebbero incidere negativamente sull'interesse nazionale²⁹.

Le modalità con cui tali forme di investimento possono essere realizzate ricomprendono sia l'acquisizione e la fusione, sia i casi in cui l'investitore estero (o una sua impresa figlia nell'Unione Europea) costituisca nuove strutture o una nuova impresa stabilita nell'UE³⁰. Questa seconda forma di IED è stata ricompresa in Italia nell'ambito di applicazione dei poteri in materia di "golden power" solo nel 2022³¹, in relazione al loro esercizio a tutela sia della difesa e della sicurezza nazionale, sia dell'interesse nazionale. Tale fattispecie di investimento può essere oggetto di controllo solo se uno o più soci (esterni all'UE) detengono diritti di voto o del capitale pari almeno al 10%³².

La proposta di revisione in corso di approvazione pare voler evitare i dubbi interpretativi e rendere l'applicazione uniforme nell'Unione Europea includendo nella definizione l'esplicito riferimento a legami anche nei confronti di soggetti giuridici («destinatari dell'Unione») da

l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio sulle sanzioni, cit., in cui gli Stati sono stati invitati a fare il più ampio uso possibile dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri, in caso di investimenti controllati in ultima istanza da persone o entità russe o bielorusse, con un particolare riferimento agli investimenti di portafoglio che potrebbero avere un rilievo in termini di ordine pubblico e sicurezza.

²⁹ Nell'ordinamento giuridico italiano ed a titolo esemplificativo, si v.: T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275, in cui è confermata la legittimità dell'esercizio dei poteri nazionali di "golden power" (nella forma del potere prescrittivo) in relazione a dei diritti reali di garanzia su azioni di una società fornitrice di tecnologie critiche per il settore bancario.

³⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Frequently asked questions on Regulation (EU) 2019/452 establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union*, giugno 2021, domanda n. 8, in cui si chiarisce come i *greenfield investments* rientrino nell'ambito di applicazione della disciplina UE del 2019. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019.

³¹ La costituzione di imprese *ex novo* è stata fatta rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina italiana del c.d. "golden power" unicamente nel 2022 (d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 24, c. 1, lett. c-bis), conv. in l. 20 maggio 2022, n. 51) ed il 31.12.2022 è cessata la proroga della previsione emergenziale che disponeva l'obbligo di notifica delle acquisizioni nei settori rilevanti anche da parte di soggetti giuridici stabiliti nell'UE.

³² d.l. 21 marzo 2022, n. 21, art. 2, c. VII *bis*, comma inserito dall'art. 25, c. I, lett. d-bis), D.L. 21 marzo 2022, n. 21, conv. con l. 20 maggio 2022, n. 51.

costituire³³. Nel fare questo, si introduce l'ulteriore definizione di «investimento nell'Unione con controllo estero» (riferito agli investimenti effettuati mediante imprese figlie stabilite nell'UE) con la chiara volontà di ricomprendere nel novero anche le forme di investimento indiretto volte ad eludere i controlli previsti dai meccanismi nazionali.

Tale estensione comporterà però un complesso controllo delle operazioni effettuate da soggetti giuridici stabiliti nell'UE, in tale modo ampliando non solo il concetto stesso di “elusione” utilizzato con riferimento alla disciplina attualmente in vigore (questa trova oggi infatti applicazione solo quando l'operazione è effettuata all'interno dell'UE mediante costruzioni di puro artificio che non rispecchiano la realtà economica), ma anche il fondamento giuridico della nuova disciplina, in chiave di armonizzazione delle previsioni nazionali³⁴.

Il regolamento UE attualmente in vigore si limita a legittimare gli Stati Membri ad esaminare gli IED capaci di incidere sulla sua sicurezza e sull'ordine pubblico³⁵ individuando dei fattori che possono essere presi in considerazione quali indici per valutare le differenti forme di investimento³⁶. Questi fattori comprendono gli effetti sulle

³³ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 2, p.to 2, in relazione alla definizione di investimento estero diretto; p.to 3, relativo alla definizione di investimento nell'Unione con controllo estero; p.to 7, in relazione all'«impresa figlia dell'investitore estero nell'Unione»; p.to 8, in relazione al «destinatario dell'Unione».

³⁴ Tale estensione comporta il ricorso all'articolo 114 TFUE (in materia di riavvicinamento delle legislazioni) come base giuridica per legittimare l'inclusione nella proposta di regolamento degli investimenti all'interno dell'UE. La base giuridica del nuovo regolamento, ove approvato, sarebbe quindi costituita non solo dall'art. 207 del TFUE (relativo alla politica commerciale comune) e dall'art. 114.

³⁵ Regolamento UE, 2019/452, art. 3. Si v. anche: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee*, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452, 26 marzo 2020, 3, ove si fa riferimento al rischio che la crisi sanitaria generi l'effetto di «una svendita da parte degli operatori industriali e commerciali europei, comprese le PMI».

³⁶ Regolamento UE, 2019/452, art. 4. Si v. anche C. CONTI EUROPEA, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 22, in cui

infrastrutture critiche, sulle tecnologie (compresi i prodotti dual use) e sulle componenti di produzione essenziali per gli Stati Membri e la Commissione UE³⁷. Tuttavia la loro natura non vincolante³⁸, rende il ricorso alle deroghe previste in materia di IED strumento idoneo ad eludere le libertà economiche UE.

La cooperazione³⁹ tra la Commissione UE e gli altri Stati membri intende inoltre evitare i possibili rischi per la sicurezza o per l'ordine pubblico che possono derivare da IED nel Mercato Interno (anche di Stati membri differenti da quello in cui è effettuato l'investimento) o per programmi critici a livello dell'UE⁴⁰. Tale interrelazione è intesa a garantire uno scambio di informazioni e rende possibile agli Stati membri ed alla Commissione UE di presentare osservazioni sui possibili impatti sulla sicurezza e l'ordine pubblico circa IED sottoposti

la stessa valutazione sull' "incidenza" è interpretata in maniera differente dalle autorità nazionali che si occupano del controllo sugli IED. Nell'effettuare tale valutazione possono essere presi in considerazione anche gli effetti degli IED relativi all'accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o alla capacità di controllare tali informazioni, o alla libertà e al pluralismo dei media. Gli Stati membri e la Commissione tengono conto anche del contesto e delle circostanze dell'investimento diretto estero, in particolare se l'investitore estero è controllato direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso finanziamenti significativi, comprese le sovvenzioni) dal governo di un Paese terzo o se sta perseguendo progetti o programmi esterni guidati dallo Stato. La valutazione viene effettuata caso per caso.

³⁷ Nel Mercato Interno, una tecnologia o un'infrastruttura critica in un Paese può essere critica anche per i suoi vicini e talvolta per l'intera Unione. Le acquisizioni in settori strategici possono avere un impatto anche su progetti finanziati dall'UE, come il sistema di navigazione Galileo, le reti transeuropee nei settori dell'energia e dei trasporti o il programma di ricerca e innovazione dell'UE Horizon Europe.

³⁸ C. CONTIEUROPEA, *Controllo degli investimenti diretti esteri nell'UE*, relazione speciale n. 27 del 2023, 29.

³⁹ Il meccanismo di cooperazione opera sia con riferimento a IED oggetto di un controllo in corso, sia a IED non oggetto di un controllo in corso, cfr. Regolamento UE, 2019/452, artt. 6 e 7.

⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sulla proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., 1, «Ciò ha rafforzato la valutazione degli IED da parte delle autorità competenti degli Stati membri e ha semplificato la decisione finale dello Stato membro "ospitante" in merito all'opportunità di autorizzare l'operazione e, qualora l'operazione sia autorizzata, all'eventuale necessità di determinate condizioni».

a controlli di altri Stati membri⁴¹ o che coinvolgono più Stati membri⁴² o ancora incida negativamente su progetti e programmi di interesse per l'UE⁴³.

Ecco come la Commissione UE parrebbe assumere un ruolo nella cooperazione UE per la vigilanza sulla sicurezza economica europea⁴⁴. La Commissione UE risulta infatti titolare di poteri connessi alla comunicazione, allo scambio di informazioni, al coordinamento ed alla cooperazione europea e con Stati terzi, lasciando agli Stati membri titolari dell'attività di controllo l'effettiva gestione degli IED ritenuti rilevanti⁴⁵.

Tale ruolo è tuttavia attualmente limitato dalla stessa disciplina europea. Anche ove alla Commissione UE sono riconosciuti funzioni volte a realizzare una valutazione dei rischi e la formulazione di pareri⁴⁶, gli Stati membri non sono vincolati a tali apprezzamenti nel decidere se dare applicazione ai propri poteri (anche ove un investimento incida negativamente sulla sicurezza e l'ordine pubblico dell'UE o di altro Stato membro)⁴⁷. Solo ove l'IED incida su progetti e programmi di interesse per l'Unione, si prevede un obbligo di

⁴¹ Regolamento UE, 2019/452, artt. 6, II e 7, I.

⁴² *Id.* artt. 6, II e 7, II.

⁴³ *Id.* art. 8.

⁴⁴ In relazione all'emergenza sanitaria Covid-19, si v.: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento UE 2019/452*, 26 marzo 2020.

⁴⁵ Regolamento UE, 2019/452, artt. 6, IX, 7, 8, II, lett. c).

⁴⁶ *Id.* artt. 6, III, 7, II e 8, in relazione ad investimenti esteri diretti che comportano un rischio elevato per più di uno Stato membro o per progetti e programmi dell'UE.

⁴⁷ Tutti gli Stati membri sono tenuti a collaborare lealmente. Nell'ambito del meccanismo di cooperazione, uno Stato membro deve tenere "in debita considerazione" le osservazioni degli altri Stati membri e il parere della Commissione e prendere in considerazione, se del caso, le misure disponibili nell'ambito della propria legislazione nazionale o della propria politica generale. Ciò implica che lo Stato membro ospitante deve valutare le osservazioni ricevute o il parere della Commissione prima di prendere una decisione su un investimento diretto estero.

motivazione nel caso in cui lo Stato in cui è previsto l'IED non dia seguito al parere della Commissione⁴⁸.

Gli obblighi di informazione previsti a carico degli Stati Membri in merito ai singoli casi di IED oggetto di controllo in corso⁴⁹ hanno generato disfunzioni a causa di molteplici fattori⁵⁰. Parimenti, il loro contenuto concerne le caratteristiche di uno specifico IED senza estendersi alle decisioni finali adottate da parte degli Stati.

La proposta di modifica della disciplina UE, fondandosi su un intervento in sussidiarietà degli Stati membri, intende porre maggiori vincoli in termini di integrazione della disciplina al fine di garantire una maggiore efficienza del sistema, nonché la sua coerenza per prevenire i rischi da IED nel Mercato Interno⁵¹.

L'istituzione obbligatoria di un meccanismo di controllo da parte degli Stati membri⁵² (che deve risultare conforme prescrizioni comuni⁵³) e l'indicazione di requisiti operativi⁵⁴ costituiscono "prescrizioni minime" a livello europeo nell'attività di controllo per garantire una maggiore efficacia. L'identificazione dei settori e delle attività⁵⁵, in cui eventuali IED devono essere oggetto di autorizzazione

⁴⁸ Regolamento UE, 2019/452, art. 8, I, lett. b) e c). Nel contesto di progetti o programmi di interesse dell'Unione interessati da investimenti diretti esteri, i pareri della Commissione devono essere tenuti nella "massima considerazione" dallo Stato membro in cui l'IED è pianificato o completato. Ciò significa che, per impostazione predefinita, gli Stati membri sono tenuti a seguire il parere o a fornire le ragioni per cui non lo fanno.

⁴⁹ Regolamento UE, 2019/452, art. 9.

⁵⁰ Ad es. il sovraccarico del meccanismo di cooperazione da casi non rientranti nell'ambito di applicazione della disciplina europea o a rischio valutato come basso, l'invio di informazioni (connesse alle notifiche degli Stati membri) non dettagliate o carenti.

⁵¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit.

⁵² *Id.* art. 3.

⁵³ *Id.* art. 11.

⁵⁴ *Id.* art. 4, par. II.

⁵⁵ *Id.* art. 4, par. IV, in cui si prevede l'obbligo per i meccanismi di controllo nazionali di autorizzare gli IED riferiti a determinati programmi e progetti europei (specificatamente elencati nell'all. I) o in specifici settori (elencati nell'all. II, avente ad oggetto l'«Elenco di tecnologie, attività, strutture, attrezzature, reti, sistemi, servizi e attività economiche di particolare importanza per gli interessi di sicurezza o di

da parte di tutti i meccanismi di controllo nazionali, definisce uno standard di tutela comune nel Mercato Interno volto a garantirne una maggiore efficacia.

Parimenti, nell'ambito del meccanismo di cooperazione, la previsione maggiormente dettagliata degli obblighi di notifica posti in capo agli Stati membri⁵⁶, la definizione di una procedura specifica per gli investimenti esteri sottoposti contemporaneamente a controllo da più Stati membri (c.d. "operazioni multinazionali")⁵⁷, nonché la definizione di condizioni applicabili alle osservazioni formulate dagli Stati membri e ai pareri forniti dalla Commissione (a seguito della valutazione di un investimento estero notificato)⁵⁸, paiono volti a rendere effettive le tutele da IED attraverso un approccio maggiormente integrato tra gli Stati membri anche attraverso un meccanismo a favorire la cooperazione anche in caso di IED non notificati dallo Stato membro in cui ne è prevista la realizzazione⁵⁹.

ordine pubblico dell'Unione»). In particolare, rientrano nell'all. II «le attività e i soggetti critici nel sistema finanziario dell'Unione indicati di seguito: controparti centrali, sistemi di pagamento e istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori del mercato e imprese di investimento che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, depositari centrali di titoli, emittenti importanti di token collegati ad attività o di token di moneta elettronica e prestatori di servizi per le cripto-attività che gestiscono piattaforme di negoziazione di cripto-attività, grandi enti, fornitori globali di servizi specializzati di messaggistica finanziaria e fornitori terzi critici di servizi ICT designati».

⁵⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 5.

⁵⁷ *Id.* v. combinato tra art. 5, par. III e art. 6, par. II.

⁵⁸ *Id.* art. 7. Gli Stati membri possono presentare osservazioni allo Stato membro in cui è realizzato l'investimento estero qualora tale investimento estero rischi di incidere negativamente sulla sua sicurezza od ordine pubblico oppure qualora gli Stati membri dispongano di informazioni pertinenti per il controllo di tali investimenti esteri. Parallelamente, la Commissione UE è autorizzata a emettere un parere nei confronti dello Stato membro in cui ha luogo l'investimento estero se ritiene che tale investimento possa incidere negativamente sulla sicurezza o sull'ordine pubblico di più di uno Stato membro, o su progetti o programmi di interesse per l'Unione per motivi di sicurezza o di ordine pubblico. Tali attività devono essere realizzate secondo i termini procedurali previsti all'art. 8.

⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 9.

Le informazioni e il loro scambio assumono un ruolo centrale nell'ambito del meccanismo di cooperazione. L'estensione degli obblighi di informazione (resa uniformi mediante l'utilizzo di un modulo comune⁶⁰) a richieste "supplementari" (della Commissione UE o di altri Stati membri⁶¹), unitamente alla previsione di «un sistema sicuro e criptato per lo scambio di informazioni tra i punti di contatto» e vincoli di riservatezza⁶² definiscono un quadro che risulta maggiormente integrato a livello europeo.

Ecco come, pur lasciando agli Stati membri le decisioni in relazione all'esercizio dei poteri speciali in materia di IED, la Commissione UE parrebbe assumere un ruolo maggiormente effettivo di coordinamento della cooperazione UE per la sicurezza e l'ordine pubblico⁶³. La partecipazione attiva nelle riunioni indette in caso di osservazioni (presentate da Stati membri interessati da uno IED notificato da un altro Stato)⁶⁴ e/o pareri (presentati direttamente dalla Commissione UE)⁶⁵ consente all'Istituzione UE di avere un contesto delle misure adottate dagli Stati membri tale da poter analizzare i dati per individuare ulteriori rischi⁶⁶ e definire soluzioni alternative a tutela della sicurezza economica del Mercato Interno.

⁶⁰ *Id.* v. combinato tra art. 10, par. II, in cui la Commissione UE è incaricata di definire il modulo per la trasmissione dei dati mediante propri atti esecutivi.

⁶¹ *Id.* v. combinato tra art. 8, par. I (relativo alla possibilità riconosciuta agli altri Stati membri o alla Commissione UE di adottare osservazioni), art. 9, par. V (relativo all'instaurazione di una procedura d'ufficio) e art. 10, par. III.

⁶² *Id.* art. 12, par. IV. In relazione all'applicazione di eventuali vincoli di classificazione si v. anche l'art. 7, par. XI.

⁶³ In relazione all'emergenza sanitaria Covid-19, si v.: COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento UE 2019/452*, 26 marzo 2020.

⁶⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 7, par. VI.

⁶⁵ *Id.* art. 7, par. VIII e IX.

⁶⁶ Le informazioni raccolte sono fatte confluire all'interno di una banca dati messa a disposizione degli Stati membri (cfr. art. 7, par. X). L'analisi e l'elaborazione dei dati (anche in forma aggregata) potrà dare evidenza di come si sviluppano gli IED e di eventuali rischi futuri.

In tale contesto, l'estensione del ruolo delle Istituzioni UE deve inoltre contemplare il sindacato della Corte di Giustizia UE sulle misure adottate dagli Stati membri a livello nazionale che può consentire una valutazione degli obiettivi effettivamente perseguiti mediante l'esercizio dei poteri speciali nazionali (sulla base del principio di proporzionalità)⁶⁷.

3. *Le criticità in materia di investimenti esteri diretti ed i rischi connessi a forme di greenfield investments*

Nel 2023 il valore degli IED in entrata a livello globale è stato pari a 1.065 miliardi di euro⁶⁸. L'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo della disciplina europea e dei poteri esercitati dagli Stati membri (volti a porre dei limiti agli IED) si è costantemente ampliato

⁶⁷ C. GIUST. UE, 13 luglio 2023, *Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. c. Innovációs és Technológiai Miniszter*, in C-106/22.

⁶⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 17 ottobre 2024, 2, in cui si chiarisce inoltre che il «risultato dell'UE-27 per il 2023 è stato determinato principalmente dalla diminuzione degli IED in entrata verificatasi nei Paesi Bassi e nuovamente in Lussemburgo. I valori negativi dei flussi di IED in entrata sono in gran parte spiegati dai notevoli disinvestimenti - dovuti a componenti di debito e di deficit patrimoniale che hanno interessato società holding - prodottisi in questi due paesi nel 2023. I Paesi Bassi (con un flusso di IED in entrata pari a -135 miliardi di EUR nel 2023) hanno contribuito in particolar modo al risultato negativo dei flussi netti in entrata nell'UE-27, dato che nel quarto trimestre del 2023 alcune multinazionali hanno trasferito in altri paesi le loro operazioni condotte». Tale valore è risultato in riduzione rispetto al 2022 in cui il valore era superiore ai 1.200 miliardi di euro. Si v. OECD, *FDI by counterpart area and by economic activity*, aggiornato al 21 febbraio 2024, in è inoltre ripreso l'andamento evolutivo, rilevando come nel 2015, il valore degli IED in entrata era pari a 1.957 miliardi di Euro, a cui ha fatto seguito un andamento altalenante. Commissione UE, *Terza relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, 19 ottobre 2023, 2, secondo cui tale valore rappresenta una «crescita del 34 % rispetto ai livelli del 2020» (dovuta ad una forte crescita post-COVID nel 2021), che deve essere essa in rapporto al «calo su base annua del 14,3 % rispetto al 2021». Cfr. anche OECD, *Foreign Direct Investment Statistics: Data, Analysis and Forecasts*, accessibili in <https://www.oecd.org/corporate/mne/statistics.htm>.

negli anni quale conseguenza dei mutati rapporti internazionali e della necessità di garantire l'autonomia strategica dell'UE⁶⁹.

I dati rilevano (tra il 2015 ed il 2023) un elevato numero delle operazioni ed in particolare di investimenti *greenfield* esteri⁷⁰ in proporzione superiore rispetto agli IED. Più specificatamente, se nel periodo post-Covid il numero di progetti non ha fatto registrare una ripresa equivalente rispetto ai valori del 2019 ed il flusso di progetti nell'UE nell'ultimo anno è risultato in riduzione del 33 %, si rileva come «nel 2023 l'UE-27 è stata destinataria di 1 885 operazioni estere (in calo rispetto alle 2 156 operazioni del 2022) e di 1 902 progetti *greenfield* esteri». Il numero di questi ultimi, benché in calo rispetto al 2022 (in cui erano stati computati 2 858 progetti), risulta superiore agli IED realizzati mediante forme di acquisizione e fusione⁷¹.

Rischi generali, connessi a carenze della disciplina attualmente in vigore⁷², si sommano a quelli specifici connessi al settore finanziario e

⁶⁹ *Ex multis*: O. FONTANA, S. VANNUCCINI, *How to institutionalise European industrial policy (for strategic autonomy and the green transition)*, in *Centro studi sul federalismo. Research paper*, febbraio 2024.

⁷⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., in cui si riporta come nell'UE-27 «il numero complessivo di operazioni di IED è aumentato, passando da una cifra iniziale di 5 430 nel 2015 a 48 231 nel 2023. Gli aumenti più marcati su base annua sono stati osservati nel 2017 e nel 2018 (con aumenti annui pari rispettivamente al 60 % e al 44 %), seguiti da un aumento annuo più moderato - pari al 26 % - nel 2019, che ha preceduto il rallentamento causato nel 2020 dalla pandemia. Considerando separatamente i due tipi di IED, le operazioni estere di fusione e acquisizione sono passate da 2 423 nel 2015 a 20 317 nel 2023. Analogamente, gli investimenti *greenfield* esteri sono aumentati a livello cumulativo, passando da 3 007 progetti nel 2015 a 27 914 nel 2023». In dottrina: A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in *federalismi.it*, 2016; Id., *Le società strategiche*, in V. DONATIVI (a cura di) *Trattato delle società*, Milano, cit., IV, 843 ss.

⁷¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 4, in cui la tendenza al ribasso su base annua osservata nel 2023 è ricondotta alle «incertezze cumulatesi in relazione all'economia dell'UE e dell'inasprimento della politica monetaria a partire dalla seconda metà del 2022».

⁷² COMMISSIONE EUROPEA, *EU Foreign Direct Investment Screening 2024 Revision*, 24 gennaio 2024, 2, in cui si prevede una uniformazione della durata dei procedimenti, un obbligo degli Stati membri in cui si svolge una procedura di controllo di discuterne con la Commissione UE e gli altri Stati interessati, oltre che di comunicare gli esiti circa la decisione finale assunta.

sempre più legati a forme di greenfield investments in regione della loro crescente rilevanza.

Ove si prendano in considerazione i cinque settori maggiormente rilevanti (ICT, industria manifatturiera, attività finanziarie, attività professionali e scientifiche e commercio al dettaglio), a fronte di un generalizzata riduzione degli IED (tra il 2021 ed il 2023 e fatta eccezione per l'industria manifatturiera) si assiste ad un incremento degli investimenti greenfield (in particolare nel settore ICT e nelle attività finanziarie)⁷³.

A ciò si deve aggiungere che il 20 % degli investimenti greenfield ha origine in Stati membri che non dispongono di un meccanismo di controllo degli investimenti esteri⁷⁴ (non essendo previsto un obbligo per la sua istituzione dalla disciplina europea attualmente in vigore⁷⁵) e, in assenza di una armonizzazione minima dell'ambito di applicazione

⁷³ COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 6.

⁷⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione alla proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, 26 gennaio 2024.

⁷⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *List of screening mechanisms notified by Member States*, accessibile in https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/investment-screening_en, in cui, nella versione del 28 febbraio 2024, si individuavano cinque Stati membri che non hanno previsto meccanismi di controllo degli IED (Bulgaria, Croazia, Grecia, Irlanda, Cipro). COMMISSIONE EUROPEA, *Quarta relazione annuale sul controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione*, cit., 10, in cui si rileva come la Bulgaria e l'Irlanda abbiano adottato un meccanismo nazionale di controllo e Cipro, Croazia e Romania, abbiano avviato un processo consultivo o legislativo che dovrebbe portare all'adozione di un meccanismo nazionale di controllo.

dei meccanismi di controllo nazionali⁷⁶, non tutti gli Stati membri sottopongono i greenfield investments a controllo⁷⁷.

Alla limitata armonizzazione, l'attuale disciplina sconta altresì una mancanza di coordinamento sinergico tra i meccanismi di controllo nazionali che non sono tenuti ad esercitare i poteri speciali di cui sono titolari in relazione a rischi capaci di incidere negativamente su altri Stati Membri.

Nell'ordinamento italiano, l'attenzione per i settori bancario, finanziario e assicurativo risulta ulteriormente evidente in ragione della proiezione di gruppi esteri nel mercato italiano⁷⁸. Il rapporto di dipendenza delle imprese italiane dal settore bancario⁷⁹ e l'aumento dei

⁷⁶ OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU Assessing effectiveness and efficiency*, 2022, esempi delle differenze esistenti negli ordinamenti giuridici nazionali riguardano la definizione dei tipi di investimenti da controllare, la qualificazione giuridica della nozione di controllo da parte di un'entità di un paese terzo, le soglie rilevanti per l'avvio dell'attività di controllo, i termini di notifica o i settori da prendere in considerazione per le questioni di sicurezza e ordine pubblico. Si v. anche: OECD, *Acquisition- and ownership-related policies to safeguard essential security interests Current and emerging trends, observed designs, and policy practice in 62 economies*, maggio 2020.

⁷⁷ L'ambito di applicazione dei controlli da parte degli Stati membri risulta fortemente differenziata sia nei generali concetti di "sicurezza" e "ordine pubblico", sia circa l'applicazione della disciplina specifica. Repubblica Ceca, Danimarca, Lituania (in alcuni settori), Italia e Malta ricomprendono gli investimenti *greenfield* nell'ambito dei loro meccanismi di controllo nazionali. Austria, Francia, Germania, Lettonia, Portogallo e Repubblica Slovacca sono tra gli Stati membri i cui ordinamenti non considerano tale tipologia di rischio. Cfr. OECD, *Framework for Screening Foreign Direct Investment into the EU. Assigning effectiveness and efficiency*, 2022, 56. Si v. inoltre COMMISSIONE EUROPEA, *Frequently asked questions on Regulation (EU) 2019/452 establishing a framework for the screening of foreign direct investments into the Union*, giugno 2021, domanda n. 8, in cui si chiarisce come i *greenfield investments* rientrino nell'ambito di applicazione della disciplina UE del 2019.

⁷⁸ SISTEMA DI INFORMAZIONE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza 2023*, 28 febbraio 2024, 81-82.

⁷⁹ Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, 5 novembre 2020, 9, in cui si riporta come «il tessuto industriale del Paese è infatti molto dipendente dal credito bancario, essendo meno sviluppate forme alternative di finanziamento, quali la quotazione in Borsa, l'emissione di obbligazioni corporate o il *private equity*». In dottrina: F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir.*

tassi d'interesse (unitamente alla riduzione della liquidità nel sistema finanziario) influiscono sull'attività degli operatori economici⁸⁰. Gli enti creditizi nazionali sono oggetto di interesse da parte di investitori esteri e parallelamente le imprese sono spinte ad individuare forme alternative di liquidità, risultando maggiormente suscettibili all'ingresso nel proprio capitale di fondi stranieri⁸¹.

Ulteriore motivo di preoccupazione deriva dall'elevata percentuale di titoli di debito pubblico detenuti da istituti bancari e assicurativi. Questa circostanza rende evidente il rischio connesso all'ingresso di soggetti stranieri, anche europei, nel controllo del relativo capitale (e nell'esercizio dei diritti amministrativi connessi). A ciò si aggiunga che parte dei titoli di debito pubblico sono già detenuti da investitori stranieri che potrebbero «essere indotti a porre in essere azioni speculative ostili sui titoli di debito italiani» mediante un'attività di prestito titoli volta ad azioni speculative sul prezzo di acquisto degli strumenti finanziari o mediante le vendite di Credit Default Swap (il cui prezzo sale all'aumento del rischio di default di uno Stato)⁸².

econ., 2020, 8 ss., in cui sono descritti gli effetti dell'emergenza sanitaria sul settore bancario.

⁸⁰ SISTEMA DI INFORMAZIONE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla politica dell'informazione per la sicurezza 2022*, 28 febbraio 2023, 72 e 75, in cui si rileva come le misure adottate a livello europeo e nazionale hanno contribuito ad evitare una «erosione della qualità del merito creditizio di imprese e famiglie» che avrebbe potuto riflettersi sul sistema bancario e sull'operatività del sistema creditizio. Cfr. anche: Comitato Parlamentare per la Sicurezza della Repubblica, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, 5 novembre 2020, 38, in cui si segnala come siano riconducibili a società cinesi «la maggioranza di Pirelli & C. S.p.A., ma hanno quote di minoranza in Eni, Intesa Sanpaolo, Prysmian, Saipem, Moncler, Salvatore Ferragamo, Prima Industrie».

⁸¹ Si v. COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 39, in cui si segnala come il fondo sovrano russo *Russian Direct Investment Fund* - RDIF investa nel settore delle infrastrutture o in settori che abbiano un legame con la produzione nazionale in modo da incidere (indirettamente sulle scelte aziendali). In questo modo RDIF ha condizionato le scelte di Barilla S.p.A., che in virtù della necessità di approvvigionamenti di grano e cereali, è stata indirizzata all'apertura di uno stabilimento produttivo in Russia.

⁸² COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 25.

Ecco come alcune operazioni di mercato, in particolare quelle che riguardano il settore bancario e assicurativo, possono incidere sulla stabilità del sistema.

Tali rischi risultano particolarmente complessi da identificare ove l'investimento derivi da un soggetto giuridico stabilito nell'UE, a sua volta legato ad investitori extra-UE.

Un primo profilo problematico di queste forme di investimento è collegato al rapporto tra la determinazione dell'oggetto della tutela e i mezzi di prova circa la sussistenza del rischio. In relazione alla costituzione di un nuovo soggetto giuridico all'interno dell'UE, l'unico parametro disponibile è l'oggetto sociale del futuro operatore economico e gli atti costitutivi. Oggetto di tutela passa dalla proprietà di un asset ritenuto strategico alla prevenzione di un possibile rischio del collegamento tra l'investimento e un fondo sovrano extra UE. In questo modo l'esercizio dei poteri speciali costituisce conseguenza di una mera potenzialità di rischio connessa all'idoneità di una persona (l'investitore) a conformarsi alle norme e alle regole d'uso nonché alla sua reputazione presso il pubblico quanto a tale idoneità e alla sua condotta. L'esercizio dei poteri speciali (da parte degli Stati membri) può risultare volto a distorcere la corretta applicazione della disciplina in materia di IED attraverso l'attuazione di comportamenti opportunistici a tutela delle aziende nazionali.

Un secondo elemento da prendere in considerazione corrisponde alla difficoltà di individuare i rischi connessi a soggetti giuridici costituiti in altri Stati Membri, ma i cui effetti si riflettono nel Mercato Interno.

Il ricorso a fondi di investimento, società di gestione del risparmio, società fiduciarie italiane ed estere o società finanziarie, rendono maggiormente complessa l'identificazione del titolare effettivo degli investimenti. L'utilizzo di società stabilite all'interno dell'Unione Europea rende ancora più difficile l'identificazione di una possibile situazione di rischio in ragione della possibilità di celare il reale investitore attraverso la costituzione di catene societarie⁸³ e per l'elevata presenza di imprenditori di nazionalità estere nel tessuto

⁸³ COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta che «il fondo sovrano cinese *China Investment Corporation* - CIC realizza i propri investimenti in Europa prevalentemente attraverso alcune catene societarie di diritto lussemburghese».

economico nazionale⁸⁴. La complessità nell'identificare un possibile rischio consegue anche alla possibilità che l'investitore risulti una persona fisica dotata di cittadinanza europea (si v. l'inclusione delle seconde generazioni di cittadini stranieri).

Ulteriori elementi di criticità, a carattere generale, conseguono alla rilevanza non solo gli operatori dei settori bancario, finanziario ed assicurativo, ma anche i fornitori di prestazioni che possono incidere sul loro corretto funzionamento (si v. ad esempio i fornitori di tecnologie critiche⁸⁵) e ad una generale complessità del contesto normativo di riferimento⁸⁶.

Se nei settori non vigilati i rischi possono assumere carattere esponenziale, i settori vigilati non sono esenti da rischi. In quest'ultimo caso la costituzione di una società di gestione di un mercato regolamentato può essere costituita in uno Stato privo di meccanismo di controllo (o l'eventuale rischio può comunque non essere rilevato) ed incidere negativamente nell'intero sistema. Nello stesso modo rischi possono sussistere attraverso l'emissione di strumenti finanziari non partecipativi a cui siano associati diritti amministrativi.

4. Il necessario coordinamento dei controlli e dell'attività di vigilanza per la coerenza ed efficacia degli strumenti a tutela del Mercato Interno

La circostanza per cui la disciplina in materia di IED persegue obiettivi differenti dalla vigilanza prudenziale di settore, parrebbe escludere la circostanza che possibili sovrapposizioni tra le due attività possono verificarsi.

Così se l'attuale disciplina europea indica come questa «non incide sulle regole dell'Unione per la valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, che costituisce una procedura distinta con un obiettivo specifico»⁸⁷, la

⁸⁴ COMITATO PARLAMENTARE PER LA SICUREZZA DELLA REPUBBLICA, *Relazione sulla tutela degli asset strategici nazionali nei settori bancario e assicurativo*, cit., 38, in cui si riporta la presenza in Italia di 50.797 imprenditori nati nella Repubblica Popolare Cinese.

⁸⁵ Su cui si v. T.A.R. Lazio, Roma, sez. I, 22 maggio 2024, n. 10275.

⁸⁶ F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal governo delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 123.

⁸⁷ Regolamento UE, 2019/452, cons. n. 37.

proposta di nuovo regolamento, nel richiamare l'autonomia della disciplina in materia di IED⁸⁸, continua a non prevedere forme di coordinamento con l'attività delle Autorità di vigilanza di settore⁸⁹.

Se la dottrina più attenta sul tema ha già sottolineato la necessità di un dialogo tra l'esercizio dei poteri speciali in materia di *golden powers* e la vigilanza prudenziale di settore⁹⁰, paiono mancare strumenti volti a garantire effettività nella collaborazione e una coerenza sistemica.

La rilevanza strategica dei settori bancario, finanziario ed assicurativo per l'economia europea e la possibilità che questi possano essere influenzati da investitori extra-UE costituisce un fattore potenzialmente rischioso non solo per la sicurezza e l'ordine pubblico (cui è preposta la disciplina in materia di IED), ma anche per la possibile incidenza su interessi nazionali (potendosi altresì estendere in ambito sociale, industriale e occupazionale) e per il buon funzionamento del mercato e la sana e prudente gestione dei soggetti che vi operano all'interno.

La complessità nell'identificazione non solo di un possibile rischio, ma anche dell'effettivo investitore connesso ad un'operazione finanziaria, e la necessità di garantire un monitoraggio anche sul rispetto *ex post* delle misure eventualmente adottate a livello nazionale

⁸⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., cons. n. 47.

⁸⁹ Si v. la direttiva CE 2009/138, *in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II)*; la direttiva UE 2013/36, *sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE*; direttiva UE 2014/65, *relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE*.

⁹⁰ F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening - Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, cit., 105 ss.; F. RIGANTI, *I Golden Powers Italiani tra vecchie privatizzazioni e nuova disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 873, ove si evidenzia la necessità di «efficienti e snelle forme di dialogo tra authority di settore»; P. SAVONA, *Intervento al convegno Golden Power tra diritto, mercato e politica industriale*, Milano, 8 novembre 2024, in cui si richiama la necessità di contemperare la disciplina di settore con quella connessa all'esercizio dei poteri speciali evidenziando una «*inconciliabilità tra il dettato del TUF e quello del golden power*».

(come nel caso di esercizio di poteri speciali di *golden power* di tipo prescrittivo) conferisce un ruolo centrale alle forme di controllo e vigilanza.

In questo modo nonostante investimenti nei settori bancario, finanziario e assicurativo possano risultare sottoposti ad un doppio regime di controllo (comportando altresì incertezze applicative sul coordinamento di differenti discipline in capo agli operatori economici destinatari e costi connessi ai molteplici adempimenti), e non si rilevino criticità né per la sicurezza e l'ordine pubblico del Mercato Interno (e quindi per la sicurezza economica europea), né per la sana e prudente gestione di un soggetto sottoposto alla vigilanza prudenziale di settore, il verificarsi di casi rilevanti evidenzia una carenza dell'adeguatezza dell'attività di controllo collegata ad approcci non coordinati.

Questo può risultare dal caso della revoca dell'autorizzazione di ente creditizio ad una banca (meno significativa) stabilita a Malta (stato in cui esiste un meccanismo di controllo che svolge la sua attività anche per investimenti *greenfield*), costituita e interamente controllata da un soggetto di nazionalità iraniana (che esercitava i relativi diritti di voto)⁹¹.

I fondi utilizzati per la costituzione dell'ente creditizio sono risultati legati alla sua presunta partecipazione a un sistema mediante il quale circa 115 milioni di dollari statunitensi (USD) versati per finanziare un progetto in Venezuela sarebbero stati distratti a vantaggio di persone e imprese iraniane. I rischi connessi al soggetto titolare del controllo non erano stati rilevati né in sede del meccanismo di controllo sugli IED, né dalla vigilanza prudenziale di settore.

Nel caso di specie risulta peculiare come l'interesse sull'ente creditizio è intercorsa solo a seguito dell'attenzione mediatica data all'atto di imputazione (per sei distinti capi d'accusa) del procuratore degli Stati Uniti per il distretto sud di New York e che aveva fatto suscitare seri dubbi quanto all'integrità del suo principale azionista.

Tale evento è stato preso in considerazione nell'ambito della vigilanza prudenziale di settore, ma avrebbe potuto essere oggetto (originariamente) di una valutazione in materia di IED (o di segnalazione di rischio) potendo incidere sulla sicurezza e l'ordine

⁹¹ Si v. a titolo esemplificativo il caso C. GIUST. UE, C-750/21 P, *Pilatus Bank plc c. Banca Centrale Europea (BCE)* e CGUE, C-256/22 P.

pubblico, nonché sulla fiducia degli investitori e, conseguentemente sulla stabilità del sistema.

Vengano quindi in rilievo alcune criticità che non risultano debitamente prese in considerazione dalla riforma europea in materia di IED a cui si aggiunge la percezione della necessità di interventi maggiormente coordinati a livello europeo.

Ove si ammetta la possibile sovrapposizione di interventi in materia di IED e la vigilanza prudenziale di settore, un coordinamento delle relative competenze e una collaborazione effettiva a livello europeo e nazionale parrebbe opportuna per garantire una maggiore efficacia dell'attività di controllo e, contestualmente, razionalizzare gli adempimenti richiesti agli operatori economici.

Risultano infatti assenti previsioni UE volte a definire forme di collaborazione e coordinamento tra la Commissione UE (a livello europeo) ed i meccanismi di controllo (a livello nazionale)⁹² e la vigilanza prudenziale di settore (europea e nazionale). Solo a livello nazionale gli Stati membri possono quindi autonomamente prevedere (in maniera non coordinata) tali forme di collaborazione. Nell'ordinamento giuridico italiano queste sono state introdotte solo dal 2019⁹³, e risultano a loro volta principalmente finalizzate a consentire l'acquisizione di informazioni da parte del gruppo di coordinamento istituito presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (nella cui attività le Autorità di settore non sono coinvolte)⁹⁴, in quanto destinate

⁹² M. DRAGHI, *The future of European Competitiveness*, 2024, part A, 16-17.

⁹³ Si v. il D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. L'articolo è stato introdotto dal 2019, ad opera del d.l. 21 settembre 2019, n. 105, art. 4 *bis*, c. I, lett. d), conv. con modificazioni dalla l. 18 novembre 2019, n. 133.

⁹⁴ Si v. il D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, c. I, in cui all'ultimo periodo si precisa come «le autorità (...) non possono opporre al gruppo di coordinamento il segreto d'ufficio». conv. con modificazioni con l. 11 maggio 2012, n. 56. Cfr. anche il d.p.c.m. 1° agosto 2022, n. 133, *Regolamento recante disciplina delle attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei ministri propedeutiche all'esercizio dei poteri speciali di cui al decreto-legge 15 marzo 2012, n. 21, e successive modificazioni ed integrazioni, della prenotifica e misure di semplificazione dei procedimenti*, art. 3, che nel disciplinare le attività di coordinamento della Presidenza del Consiglio dei Ministri, disciplina il funzionamento del “Gruppo di coordinamento” a cui le autorità di settore non partecipano direttamente, ma in virtù di un rapporto di collaborazione volto allo scambio di informazioni.

a «raccolgere elementi utili all'applicazione» dei poteri speciali di *golden powers*⁹⁵.

Se, anche nell'ambito della proposta di riforma della disciplina UE in materia di IED, sono previsti maggiori vincoli in relazione allo scambio di informazioni, la circostanza che queste siano sottoposte ad un regime di riservatezza⁹⁶ rende ulteriormente problematica la cooperazione (anche a livello nazionale) tra meccanismi di controllo e la vigilanza prudenziale di settore evidenziando la mancanza di una visione maggiormente integrata e tale da razionalizzare gli oneri informativi richiesti agli operatori economici.

Si consideri inoltre la possibile incidenza sovranazionale dell'attività nei settori bancario, finanziario e assicurativo. Se tali criticità sono state gestite anche attraverso la definizione di un sistema di vigilanza prudenziale a rete, con un ruolo accentrato da parte delle Autorità di vigilanza europee⁹⁷, l'assenza di forme di coordinamento a livello europeo tra le due attività di controllo può non risultare adeguato a rispondere alle criticità derivanti da IED (connesse a soggetti stabiliti in altri Stati membri) che possono non essere rilevate se non in virtù di eventi casuali, generando ulteriori criticità connesse all'origine di tali informazioni.

Informazioni con un'origine non qualificata, e quindi non necessariamente conformi alla realtà (o distorsive della stessa), possono generare "storture" nel sistema ed essere conseguenza di finalità opportunistiche di soggetti esteri, incidere negativamente sui mercati e, conseguentemente, sulla stabilità del sistema economico europeo e sulla fiducia che gli investitori ripongono in essa.

Gli effetti negativi possono inoltre estendere la loro portata in altri settori economici e nell'UE, in ragione del forte legame tra i settori bancario, finanziario e assicurativo e gli operatori economici, potendo arrivare ad incidere indirettamente sulle scelte di questi ultimi.

Ecco come le criticità ed i rischi esposti paiono richiedere nuove modalità di vigilanza maggiormente integrate. Così come il ruolo della

⁹⁵ D.l. n. 21 del 2012, art. 2 *bis*, c. II.

⁹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, cit., art. 12.

⁹⁷ Si v. C. GIUST. UE, 8 maggio 2019, *Landeskreditbank Baden-Württemberg Förderbank c. Banca Centrale Europea*, C-450/17 P.

Commissione UE in materia di IED è connesso al perseguimento della sicurezza e dell'ordine pubblico nel Mercato Interno un ulteriore ruolo di coordinamento nella collaborazione con l'attività delle Autorità di vigilanza di settore, potrebbe costituire un utile strumento a tutela della corretta gestione delle informazioni (e delle procedure volte al reciproco scambio delle stesse) e della sicurezza economica europea rispetto a fenomeni che trovano origine in un contesto sovranazionale che i singoli Stati non riescono a gestire in maniera efficace.

L'ulteriore coinvolgimento attivo (anche nello scambio reciproco di informazioni) delle Autorità di settore (a livello europeo, ma anche nazionale ove gestito in maniera uniforme) potrebbe consentire a queste di disporre di informazioni maggiormente qualificate per la prevenzione e gestione dei rischi che possono incidere sulla sana e prudente gestione degli operatori presenti nei rispettivi mercati di riferimento, contribuendo a monitorare anche il rispetto delle misure adottate.

La partecipazione delle Autorità di vigilanza di settore nel procedimento decisionale sull'esercizio dei poteri speciali, oltre a favorire l'adozione di misure a seguito di valutazioni dal contenuto maggiormente tecnico e idonee a rispondere alle peculiarità del settore (risolvendo dubbi interpretativi che possono riguardare i settori vigilati⁹⁸), potrebbe consentire un maggiore coordinamento e razionalizzazione degli adempimenti richiesti ai privati, riducendo le incertezze interpretative e applicative che attualmente caratterizzano la disciplina degli IED (a livello europeo) e dei poteri speciali (a livello nazionale).

Una maggiore integrazione dei controlli a livello europeo, garantirebbe così una adeguatezza dei controlli ed efficacia dell'attività

⁹⁸ In relazione al settore bancario, per una analisi sulla possibile rilevanza dei crediti deteriorati: S. SANTAMARIA, *Il controllo governativo sulla cessione dei crediti deteriorati tra dubbi, esigenze di protezionismo e vincoli europei. Alla ricerca di una soluzione*, in questa *Rivista*, I, 2022, 106 ss.

di prevenzione dei rischi (nei settori vigilati) e nella gestione delle informazioni⁹⁹, anche a livello internazionale¹⁰⁰.

La ridefinizione di forme di vigilanza maggiormente coordinate e integrate, che individuano nella stabilità del sistema (e nella fiducia che gli investitori ripongono in essa) un fine comune (che risulta sotteso alla sicurezza economica europea) potrebbero così garantire una coerenza sistemica nel Mercato Interno.

⁹⁹ Consentendo ad esempio l'accesso delle autorità di settore (europee e nazionali) alle informazioni gestite in materia di IED.

¹⁰⁰ Sarebbe altresì riconosciuta una maggiore legittimazione delle Istituzione europee nella definizione di forme di collaborazione internazionale con le Autorità responsabili dei paesi terzi su questioni riguardanti il controllo degli IED.

L'efficacia dei controlli interni delle banche. Spunti alla luce della *signaling theory*

SOMMARIO: 1. Perimetro della ricerca – 2. Sistema dei controlli interni come dispositivo per l'emersione dei rischi – 3. Proiezione esterna dei controlli: tra collaborazione con le autorità di vigilanza e segnalazione al mercato – 4. *Misleading signals* e profili di responsabilità – 5. Osservazioni conclusive: conta più il segnale o chi lo riceve (e la sua risposta)?

1. Perimetro della ricerca

1.1 Il sistema dei controlli interni delle banche¹ è puntualmente² disciplinato da fonti normative (nazionali ed europee³), regolamentari (la

¹ Nella dottrina italiana si veda R. CALDERAZZI, *La funzione di controllo nell'impresa bancaria*, Torino, 2018; F. RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e «corporate governance»*, Torino, 2019; ID. *Il controllo interno nelle S.p.A. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020; A. MINTO, *Il sistema dei controlli interni delle banche e la gestione del rischio di riciclaggio*, Padova, 2023; S. SCOTTI CAMUZZI, *Le nuove disposizioni di vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche. Un commento introduttivo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 147 e ss.; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni. Tra codice civile e ordinamento bancario*, in A. Principe (a cura di), *Il governo delle banche*, Quaderni di Giur. Comm. n. 389, Milano, 53 e ss. Nella letteratura straniera, una efficace sintesi è offerta da L. VAN SETTEN, *Risk, Risk Management, and Internal Controls*, in D. Busch et al. (a cura di), *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019. Più diffusamente, I. H.-Y. CHIU, *Regulating (from) the inside. The legal framework for internal control in banks and financial institutions*, Oxford, 2015, passim.

² Ciò è stato osservato da P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni. Tra codice civile e ordinamento bancario*, *op. cit.*, spec. 83-84 dove, dopo aver evidenziato la particolare analiticità delle disposizioni dedicate dalla disciplina normativa e regolamentare ai controlli interni delle banche, ne ricostruisce l'evoluzione storica.

³ Nel contesto nazionale, si occupano del sistema dei controlli interni alcune disposizioni contenute nel Titolo III del Testo Unico, in particolare gli articoli 52 e ss. TUB. A livello europeo, nella Credit Requirements Directive (Dir. 36/2013) vi sono una serie di disposizioni che regolano specificamente i profili di governo del rischio bancario

Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 della Banca d'Italia⁴) e di *soft law* (quali, ad esempio, le linee guida EBA⁵)⁶. Tali regole prevedono un insieme di procedure e strutture organizzative volte primariamente ad assicurare il rispetto delle strategie aziendali, a conseguire l'efficacia ed efficienza dei processi aziendali nonché ad assicurare l'affidabilità delle informazioni (contabili e gestionali) veicolate e la conformità dell'attività con la normativa vigente⁷.

e il ruolo dei controlli interni. Si tratta in particolare degli artt. 74 nonché 76-88. Anche il Capital Requirements Regulation (Reg. 575/2013) si occupa di *internal governance*, in particolare agli artt. 189 e ss.

⁴ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013*, documento integrale aggiornato al 46° aggiornamento del 30 aprile 2024, in particolare Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3 "Il sistema dei controlli interni". Il dibattito (ormai risalente) sulla natura giuridica delle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, tra natura regolamentare e di *soft regulation*, è compiutamente analizzato in G. PETROBONI, *Le disposizioni di vigilanza per le banche tra diritto pubblico e regole dei privati*, in questa Rivista, 2023, I, 381 e ss.

⁵ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Final Report on Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*, EBA/GL/2021/05, 2 luglio 2021, specificamente 22 e ss., 35 e ss., 46 e ss. Sulla natura giuridica di tali atti (e loro crescente rilevanza giuridica ed impatto sui soggetti regolati) F. ANNUNZIATA, *The remains of the day: EU financial agencies, soft law and the relics of "Meroni"*, in *Riv. Ital. Dir. Pubb. Comm.*, 2022, 331 e ss.

⁶ La rilevante intrusività della disciplina normativa, in uno con il penetrante intervento delle autorità di vigilanza, porta ad interrogarsi se non si assista ad una forma di eterodeterminazione degli assetti organizzativi delle banche, pur essendo formalmente riconosciuto spazio all'autonomia privata e sancita la neutralità dei modelli organizzativi. In questo senso, già S. AMOROSINO, *La conformazione regolatoria della governance delle società bancarie da parte della Banca d'Italia*, in A. Principe (a cura di), *Il governo delle banche*, Quaderni di Giur. Comm. n. 389, Milano, p. 43, 48.

⁷ Tali obiettivi si pongono in linea con quanto già affermava il Tit. IV, Cap. 11 delle Istruzioni di vigilanza per le banche contenute nella Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, come osserva A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1168. Si vedano inoltre le EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on internal governance*, cit, punto 145 (p. 46).

Si tratta di un sistema⁸ basato sulla trasmissione di flussi informativi tra soggetti chiamati istituzionalmente a valutare l'organizzazione della banca, il suo business e le modalità con cui è condotto. Questi soggetti sono però variamente afflitti da asimmetrie informative⁹, in quanto spesso hanno a disposizione dati parziali su cui basare le proprie valutazioni¹⁰, poiché a limitato contatto con le strutture.

I flussi informativi¹¹ veicolati nel contesto del sistema dei controlli interni sono quindi volti a fornire elementi conoscitivi e di giudizio, funzionali allo svolgimento dei compiti di prevenzione dei rischi, nonché

⁸ D. LATELLA, *'Sistema' dei controlli interni e organizzazione della società per azioni*, Torino, 2018. In senso critico, M. BIANCHINI – C. DI NOIA, *Il reticolo dei controlli societari: lo stato dell'arte*, in M. Bianchini - C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari*. Molte regole, nessun sistema, Milano, 2010, 1 e ss., rilevavano come non in materia di controlli si faticò ad individuare un vero e proprio sistema; si tratterebbe piuttosto di un reticolo, in ragione della complessità delle forme di coordinamento tra i vari soggetti che vi partecipano.

⁹ Le asimmetrie informative possono essere causate, ad esempio, dalla diversa posizione degli operatori economici rispetto all'oggetto d'interesse (vicinanza al fenomeno osservato) o alla complessità che caratterizzi quest'ultimo. Per una ricostruzione dei termini del problema nell'ambito dei mercati finanziari e dello strumentario impiegato per farvi fronte, si veda L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in E. Ferran et al. (a cura di), *Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 511 e ss.; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, in particolare 41 e ss.

¹⁰ In senso critico quanto all'effettiva circolazione delle informazioni, A. GHOSH et al., *Bank Regulation/Supervision and Bank Auditing*, in *European Accounting Review*, 2024, 2 e ss. Sulla frammentazione dell'informazione e necessità di fare affidamento sui soggetti che si trovino in una situazione di maggiore prossimità al fatto rilevante si sofferma anche P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 256-257. L'A. in particolare evidenzia le sfide per i "controlli indiretti", fortemente dipendenti dalle informazioni che ricevono da altri soggetti.

¹¹ G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti*, Quaderni giuridici Consob n. 4, settembre 2013, 65 Evidenzia come il contenuto (e la tempestività) dei flussi informativi abbiano un rilievo fondamentale per l'efficienza del sistema dei controlli societari. Più ampiamente sul tema, G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012, passim.

al loro monitoraggio, gestione e segnalazione¹². A tal fine, i vari livelli dei controlli (interni)¹³ sono in costante collegamento e tensione tra loro. Ciascuno a diretto contatto con alcuni segmenti dell'attività della banca e detentore di conoscenze specifiche, ma comunque bisognoso delle informazioni veicolate da altre funzioni aziendali e dell'approvazione del livello superiore¹⁴.

Ciò comporta che il *design* delle comunicazioni, la finalità perseguita da chi le veicola, così come le caratteristiche del ricevente e il contesto in cui l'interazione si colloca, possono avere un rilevante impatto sull'esito del flusso informativo.

Le modalità con cui le informazioni (a maggior ragione quando non siano neutre, ma includano valutazione soggettive¹⁵) sono trasmesse assume dunque specifica rilevanza. Tanto che modalità di interazione che non tengano debitamente in considerazione le specificità "ambientali" (relative sia alle modalità di comunicazione, sia alle caratteristiche del segnalante e del ricevente) potrebbero risultare dannose per i destinatari – diretti ed indiretti – delle informazioni. Come è evidente, ciò rappresenterebbe un forte *vulnus* per l'effettività del sistema dei controlli e, quindi, per la gestione del rischio bancario.

¹² Ciò si pone pienamente in linea con l'approccio delineato dalla *Draft guide on governance and risk culture* (p. 10; 16 e ss., 37 e ss.) della Banking Supervision BCE sulla quale è stata aperta una consultazione pubblica nel luglio 2024.

¹³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The "four lines of defence model" for financial institutions. Taking the three-lines-of-defence model further to reflect specific governance features of regulated financial institutions*, di I. Arndorfer – A. Minto, 2015.

¹⁴ Sebbene trovino un raccordo nel collegio sindacale – che ha un compito di supervisione dell'intero sistema dei controlli, da cui deriva una specifica responsabilità – gli organi di controllo interno godono di indipendenza operativa, che consente loro di svolgere la funzione affidata. Sui profili di responsabilità, E. CECCHINATO, *Doveri e responsabilità dei componenti dell'organo di controllo delle banche*, in M. De Poli – G. Romagnoli (a cura di), *Le azioni di responsabilità nelle società di capitali*, Pisa, 2024, 235-238.

¹⁵ Occorre al riguardo distinguere tra la mera riproduzione di elementi fattuali e comunicazioni che contengano valutazioni rispetto alla quali sussiste uno spazio di discrezionalità (anche se squisitamente tecnica) o rappresentino valutazioni prospettiche, che necessariamente implicano un'inferenza, la cui correttezza deve essere verificata.

1.2 In considerazione delle menzionate caratteristiche, un valido ausilio per valutare la funzionalità del sistema dei controlli interni può essere offerto dal *framework* della teoria dei segnali. Si tratta di una teoria elaborata a partire dai noti contributi di Spence (1973)¹⁶ e Arrow (1973)¹⁷, la quale evidenzia come, in situazioni in cui non sia possibile una diretta osservazione dei fenomeni, gli operatori economici abbiano interesse a segnalare le proprie qualità – in primo luogo positive, ma non necessariamente¹⁸ – alle potenziali controparti¹⁹. Ciò al fine di rimediare alle asimmetrie informative, mettendo in risalto le caratteristiche virtuose del segnalante (e del fenomeno oggetto di segnalazione) e incentivando così i terzi a concludere contratti. Siffatti segnali mirano dunque a rappresentare in modo efficace e credibile le qualità del segnalante e possono essere veicolati ad una pluralità di destinatari, avvalendosi di diversi strumenti (flussi informativi espliciti, valutazioni interne sui risultati di gestione o altri comportamenti significativi). In tale contesto,

¹⁶ M. SPENCE, *Job Market Signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, 1973, 355 e ss.

¹⁷ K.J. ARROW, *Information and Economic Behavior*, Technical report – Issue 14, in Harvard Project on Efficiency of Decision-Making in Economic Systems, 1973, 1 e ss.

¹⁸ Difatti, usualmente le imprese hanno interesse a segnalare le proprie qualità e meriti. Nondimeno, in particolare nel settore bancario, l'esigenza di conservare la fiducia può sollecitare l'immediata condivisione di informazioni negative. Si tratta certamente di segnali "costosi" – poiché l'impresa bancaria si espone così al giudizio del mercato – ma la mancata emersione di tali caratteristiche potrebbe portare effetti ancor peggiori, se considerata spia di una scarsa cultura della gestione del rischio.

¹⁹ Per una rassegna della letteratura più rilevante che fa applicazione della teoria dei segnali a specifici ambiti dell'organizzazione societaria, si veda Y. DEUTSCH – T.W. ROSS, *You Are Known by the Directors You Keep: Reputable Directors as a Signaling Mechanism for Young Firms*, in *Management Science*, vol. 49, 2003, 1003 e ss.; R.B. ADAMS – D. FERREIRA, *A Theory of Friendly Boards*, in *The Journal of Finance*, vol. 62, 2007, 217 e ss.; S.M. BAE et al., *A Cross-Country Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective*, in *Sustainability*, 2018, 10, p. 2611 e ss.; M.B. FOX et al., *The Core Corporate Governance Puzzle: Contextualizing The Link To Performance*, in 99 *B.U. L. Rev.*, 1995 e ss.; J.B. POOE et al., *Signalling of internal audit effectiveness*, in *South African Journal of Accounting Research*, vol. 36, 2022, 213 e ss.

anche il mezzo di trasmissione può avere un impatto sull'efficacia del segnale²⁰.

Gli studi sulla teoria dei segnali hanno elaborato un rigoroso metodo per valutare il comportamento degli attori e i loro effetti, suddividendo i flussi informativi in segmenti, valorizzandone così le caratteristiche (intrinseche ed estrinseche) e mettendone a fuoco le implicazioni.

In particolare, il principale modello di catalogazione dei flussi informativi utilizzabile in tale contesto li scompone individuando chi sia il segnalante, quale il segnale, chi il destinatario e – infine – quale il *feedback* generato dal segnale. In tal modo, potrà cogliersi in quali di queste “fasi” si siano verificate patologie, ponendovi tempestivamente rimedio. Al contempo, tale inquadramento consente di meglio allocare la responsabilità per i danni che si siano eventualmente verificati in conseguenza del segnale.

1.3 L'ipotesi di ricerca è che i flussi informativi veicolati dai controlli interni, che hanno l'attitudine a segnalare elementi relativi alla struttura organizzativa o al business della banca non necessariamente osservabili dal destinatario – sia quando siano trasmessi ad altre strutture interne, sia quando siano rivolti verso l'esterno (all'autorità di vigilanza e al mercato)²¹ – possano risultare fuorvianti. Ciò può avvenire a causa della mancata calibrazione del segnale rispetto al destinatario, ma anche per una consapevole volontà decettiva del segnalante, finalizzata a garantire un vantaggio all'impresa bancaria e ai suoi esponenti aziendali.

Sulla base di tali premesse, si intende valutare come possano essere rafforzati i presidi di controllo delle banche, rendendo più oneroso per l'impresa (e quindi per i soggetti che effettuino le relative verifiche e se ne assumano la responsabilità) l'invio di un “*false signal*”²² piuttosto che un

²⁰ Oltretutto sul significato che può essere attribuito a tale segnale, da parte dei destinatari e dagli osservatori esterni.

²¹ F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle S.p.A. bancarie*, op. cit., 190 e ss.

²² Definizioni di tali concetti sono ad esempio contenute in BAFIN – FEDERAL FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, *Sending false or misleading signals*, disponibile al

segnale veritiero e rappresentativo di una situazione deteriorata. Ciò risulta funzionale al perseguimento di interessi rilevanti per l'ordinamento: la cooperazione tra gli organi della banca (e le autorità di vigilanza) con l'obiettivo dell'emersione tempestiva delle criticità, volta alla loro risoluzione. Al contempo, si vuole dimostrare che al fine di perseguire una migliore rilevazione e gestione dei rischi²³, occorre una maggiore standardizzazione nei processi di “segnalazione”²⁴, non solo in relazione alla fase di trasmissione dei flussi informativi, ma anche al successivo *feedback*.

seguinte

link

https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel3/Kapitel3_7/Kapitel3_7_3/kapitel3_7_3_node_en.html. In questo contesto, viene operata una rigorosa distinzione tra false e misleading signals rilevando come “*A signal is false if it does not correspond to the facts. A signal is misleading if it is objectively likely to give a false impression to a reasonable investor (objective analysis). It is sufficient that there is a specific risk that a reasonable investor will be deceived by the information. Misleading signals may occur if the way in which information that is essentially accurate is presented, may lead to false impressions. Moreover, a misleading signal may be sent by information whose content is accurate but incomplete*”.

²³ M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012, passim e specificamente p. 73 e ss.; A. SIRONI - A. RESTI, *Rischio e valore nelle banche*, Milano, 2008; P. SAVONA, *Il governo del rischio*, Napoli, 2013. Criticamente, F. MATTASSOGLIO, *Pericoli e paradossi di un sistema che pretende di controllare il rischio bancario*, in *Concorrenza e mercato*, 2015, 51 e ss. Il rischio bancario è evidentemente complesso in quanto si compone di elementi eterogenei, che si compenetrano. Tale complessità si ripercuote, poi, anche sulla *governance* di tali rischi. Al riguardo, si veda R. CALDERAZZI, *The complexity of banking risk governance decisions*, in P.A. Persona e Amministrazione, vol. 12, 2023, 123 e ss.

²⁴ Ciò sarebbe funzionale a volta a limitare fenomeni di *moral hazard* e di sfruttamento delle asimmetrie informative nell'ambito dei rapporti di agenzia (ad esempio, tra managers e soci). Sul punto R. KRAAKMANN et al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, 29 e ss. e 50 e ss. In particolare, il rapporto di agenzia tra managers e soci – connaturato all'organizzazione societaria – consente di far emergere una debolezza gestionale ogni qualvolta il management non dia adeguata comunicazione di fatti idonei a determinare rilevanti impatti patrimoniali, al fine di poter mantenere la propria posizione gestoria e contando di poter porre rimedio alla situazione.

2. Sistema dei controlli interni come dispositivo per l'emersione dei rischi

2.1 Come accennato, il sistema dei controlli interni delle banche è in primo luogo finalizzato ad assicurare la corretta individuazione e gestione dei rischi: sia quelli tipici dell'attività bancaria, sia quelli riconducibili in via generale all'esercizio dell'attività d'impresa e che comunque possono avere un impatto sull'ente creditizio²⁵.

Un sistema dei controlli interni efficace è volto a far sì che l'attività svolta dalla banca sia in linea con le strategie e le politiche aziendali, sia improntata ai canoni di sana e prudente gestione²⁶, oltre a rispettare gli obblighi normativi a cui l'impresa bancaria è vincolata²⁷. La sua funzione, dunque, è riconducibile non solo alla *compliance* e all'emersione tempestiva dei rischi di impresa - consentendo di porvi rapidamente rimedio - ma fornisce inoltre elementi essenziali per l'esercizio di poteri gestionali²⁸.

Pertanto, gli organi di controllo hanno una funzione non meramente censoria²⁹ e la verifica proattiva dei processi interni che sono chiamati a

²⁵ Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on internal governance*, cit., Title V – Internal control framework and mechanisms, 46.

²⁶ F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 e ss.; M. DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in R. Lener et al. (a cura di), *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, Torino, 57 e ss.

²⁷ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on internal governance*, cit., 46-47 stabilisce (punto n. 145) che «*The internal control framework of an institution should ensure: a. effective and efficient operations; b. prudent conduct of business; c. adequate identification, measurement and mitigation of risks; d. the reliability of financial and non-financial information reported both internally and externally; e. sound administrative and accounting procedures; and f. compliance with laws, regulations, supervisory requirements and the institution's internal policies, processes, rules and decisions*».

²⁸ F. CHIAPPETTA, *Il controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in U. Tombari (a cura), *Corporate Governance e «sistema dei controlli» nelle s.p.a.*, Torino, 2013, e 53 ss.; P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2007, 231 e ss.

²⁹ È identificabile anche una dimensione cooperativa (operante sia a vantaggio degli altri organi dell'impresa bancaria, sia verso l'autorità di vigilanza e il mercato) volta

svolgere, finalizzata all'emersione dei rischi, è anzitutto volta al miglioramento dei processi aziendali.

Guardando alla struttura, il sistema dei controlli interni³⁰ (*rectius*, delle funzioni aziendali di controllo che si inseriscono nel sistema dei controlli interni) delle banche – che rappresenta il “luogo giuridico” di manifestazione della funzione dei controlli³¹ – è articolato su una pluralità di livelli: controlli di linea, controlli sulla gestione dei rischi e compliance e *internal audit*³². In ragione del rapporto che intercorre tra i suoi vari livelli³³, la catena dei controlli è spesso rappresentata come una piramide³⁴.

Da un punto di vista dinamico, ciascuna fase dei controlli non è isolata, anzi piuttosto è concatenata alle successive. Ed il corretto funzionamento del sistema dei controlli si basa dunque sulla tempestiva ed efficace circolazione di flussi informativi continuativi, che consentano di

all'emersione tempestiva di eventuali criticità e funzionale alla tutela degli interessi pubblici e privati in gioco.

³⁰ S. FORTUNATO, *Il «sistema dei controlli» e la gestione dei rischi (a quindici anni dal TUF)*, in Riv. soc., 2015, 253 e ss.; ID., *I «controlli» nella riforma del diritto societario*, in La Riforma del diritto societario. Atti del convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 27/28 settembre 2002, Milano, 2003, p. 164; P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance*, op. cit., 243 e ss.; L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo ed il sistema dei controlli interni*, in Il Testo Unico finanziario, diretto da Cera - Presti, vol. 2, Bologna, 2020, 2065 e ss.

³¹ R. CALDERAZZI, *La funzione di controllo nell'impresa bancaria*, op. cit., p. 23.

³² BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013*, Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3 “Il sistema dei controlli interni”. Ampiamente sul punto, F. RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e «corporate governance»*, op. cit., p. 132 e ss. Per una lettura critica dell'interazione tra i vari livelli si veda BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The “four lines of defence model” for financial institutions.*, op. cit, passim.

³³ Tale articolazione, che costituisce l'archittrave della funzione di controllo delle banche, affonda le basi sia nella Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia (Parte Prima. IV.3.9), sia nelle *Guidelines on internal governance* dell'EBA (p. 46 e ss.).

³⁴ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Internal audit functions: guardians of banks' control frameworks*, 15 maggio 2024, disponibile al seguente link https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/newsletter/2024/html/ssm.nl240515_1.en.html#:~:text=In%20line%20with%20the%20European,audit%20cycle%20and%20audit%20plan.

intervenire ogni qualvolta siano necessarie correzioni. Ad esempio, alla funzione di *internal audit* è affidato il compito di svolgere un costante monitoraggio della struttura aziendale, verificando se le singole unità adempiano ai propri compiti. In tale contesto, dunque, viene esercitato un primo vaglio circa l'attendibilità delle informazioni contabili e finanziarie, oltre ad una valutazione sulla funzionalità complessiva del sistema dei controlli. Peraltro, l'*internal audit* può costituire la *longa manus* del collegio sindacale per la verifica di specifiche irregolarità³⁵.

Tutte le funzioni di controllo sono poi ricondotte al collegio sindacale che è responsabile per la vigilanza sulla piena funzionalità del sistema dei controlli interni (come recentemente ribadito anche dalla giurisprudenza)³⁶. All'organo di supervisione strategica spetta invece il compito di organizzazione, essendo chiamato a definire l'indirizzo e coordinare il funzionamento del sistema dei controlli interni.

Già da tali preliminari osservazioni, si coglie la centralità del sistema dei controlli nell'ambito degli assetti organizzativi delle banche e ai fini della sua gestione³⁷; la funzione di controllo è strumentale al perseguimento degli obiettivi aziendali, ma al contempo incardinata nell'organizzazione aziendale e, non a caso, l'autorità di vigilanza, nel valutare il modello di governo societario, pone sotto esame anche tale

³⁵ F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle S.p.A. bancarie*, op. cit., 184.

³⁶ Tra le altre, Cass. Civ., Sez II, 19 maggio 2022, n. 16276. Per un commento sulla pronuncia si veda M. HOUBEN, *Due questioni in materia di controlli interni nelle società bancarie: funzioni aziendali di controllo interno e persistenza dei doveri di controllo dei sindaci; declinazione variabile del dovere di agire in modo informato degli amministratori non esecutivi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 225 e ss.

³⁷ F. CAPRIGLIONE – A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, passim; A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, op. cit.; G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. Soc.*, 2016, 48 e ss.

sistema³⁸ e le segnalazioni che produce, in quanto spia del *risk appetite*³⁹ della banca e della sua gestione.

Ebbene, i flussi informativi scambiati tra gli organi di controllo possono essere inquadrati come segnali, sia laddove la comunicazione sia espressamente volta a far emergere virtù dell'impresa, sia quando sia mera ricognizione di elementi fattuali imposta per legge. In entrambe le ipotesi, disarticolare il segnale consente di coglierne a pieno i potenziali effetti.

2.2 In ragione dei rilevanti interessi, anche di rilievo costituzionale⁴⁰, sottesi all'attività della banca, questa come noto è soggetta ad una disciplina puntuale e più restrittiva rispetto all'impresa comune.⁴¹ Come evidenziato, numerose fonti prevedono vincoli circa i modelli organizzativi e modalità di svolgimento dell'attività delle banche⁴²; sono poi previste – tra le altre – specifiche regole che ne disciplinano i requisiti patrimoniali, i meccanismi per il calcolo dei rischi, la reportistica e le modalità di comunicazione delle proprie politiche e raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Ciò evidentemente riduce gli spazi di discrezionalità per

³⁸ Proprio in ragione della centralità del sistema dei controlli interni nel definire il profilo di rischio dell'ente creditizio, oltreché a gestirlo e monitorarlo, un'accurata valutazione circa l'adeguatezza dell'assetto viene effettuata da parte dell'autorità di vigilanza fin dal momento dell'procedimento autorizzativo. Cfr. L. PERFETTI, *Art. 107 – Autorizzazione*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico bancario*, Padova, 2012, 1397.

³⁹ G. BOSI - F. VELLA, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2023, p. 209. Quanto ai rischi, chiaramente il sistema dei controlli interni deve tenere in considerazione tutti le tipologie di rischio che il business bancario determina (compresi quelli di sostenibilità e derivanti dall'implementazione di ICT) ed è perciò indispensabile che gli organi di controllo siano dotati di idonee competenze tecniche.

⁴⁰ F. MERUSI, *sub Art. 47 Cost.*, in F. Capriglione – V. Mezzacapo (a cura di), *Codice commentato della banca. Disciplina generale*, Milano, 1990, vol. 1, 22 e ss.

⁴¹ Tra gli altri, A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, 2, p. 1 e ss; K.J. HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 22., 2021, 13-37.

⁴² M. STELLA RICHTER Jr., *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari*, in *Riv. Soc.*, 2018, 320 e ss.

segnalare le proprie qualità agli *stakeholders*, al mercato e all'autorità di vigilanza⁴³.

In un contesto in cui molti e diversi possono essere i comportamenti degli operatori economici che assumono rilevanza come segnali, il *signaling* può realizzarsi anzitutto quando le imprese (nonché i loro organi o persone fisiche che in queste operino) siano libere di tenere comportamenti significativi, idonei ad indicare specifiche qualità della propria organizzazione, dei prodotti offerti o ad annunciare la volontà di seguire specifiche direttrici di sviluppo futuro⁴⁴.

Anche per questa ragione, nel settore bancario si è assistito ad una progressiva regolazione dei principali ambiti in cui il *signaling* si è imposto – come fenomeno spontaneo – ed ha mostrato potenzialità per influenzare l'*agere* dei portatori d'interessi (ad esempio, le modalità di calcolo della

⁴³ Se, da una parte, la comunicazione di informazioni non obbligatorie può rappresentare spia del *commitment* dell'impresa che le condivide, dall'altra, in mancanza di standards predefiniti e di modelli di comparazione, è più elevato il rischio di abuso dello strumento. Ciò è emerso chiaramente con riferimento, ad esempio, alle forme di *greenwashing* che si sono imposte, nella "prima stagione" della transizione *green*, quando i *claims* di impegno nella sostenibilità erano spesso soggettivi, sia nella tipologia di indicatori presi in esame e valorizzati, sia nelle modalità di comunicazione. In tema 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 questa Rivista, 2022, I, 513 e ss. Per un inquadramento del *greenwashing* alla luce degli specifici rischi dell'attività bancaria (e alle caratteristiche della relativa catena del valore) si veda G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, 4s, in particolare 234 e ss.

⁴⁴ La comunicazione di informazioni non obbligatorie può rappresentare spia del *commitment* dell'impresa che le condivide, dall'altra, in mancanza di standards predefiniti e di modelli di comparazione, è più elevato il rischio di abuso dello strumento. In mancanza di obblighi normativi, ciò che spinge l'impresa ad una certa scelta è anzitutto la presenza di incentivi, vale a dire l'aspettativa che tenendo un determinato comportamento o comunicando specifici dati possa trarre un vantaggio, sia in termini di migliori rendimenti (in via diretta), sia di migliore percezione da parte del mercato e dall'autorità di vigilanza (che risulta quindi in vantaggi indiretti). Pertanto, è più probabile che un segnale sia veicolato laddove il segnalante confidi di poter ricevere un *feedback* positivo, idoneo a generare risultati per sé favorevoli.

“solidità” patrimoniale della banca e delle sue *performances*). Dunque, per un verso la regolazione ha recepito le *best practices* emerse dal mercato⁴⁵, dall’altro ha ritenuto di dover garantire un livello omogeneo di tutela, predeterminando le caratteristiche dei modelli organizzativi funzionali a garantire una migliore gestione del rischio e modalità di comunicazione delle virtù aziendali, così da renderle comparabili⁴⁶. In altri termini, quanto al sistema dei controlli, si è assistito alla «*normativizzazione di regole aziendalistiche*»⁴⁷ funzionali a consentire la migliore gestione dei rischi – anche mediante l’operatività di un sistema di controlli interni articolato su più livelli – e puntuali regole dedicate ai flussi informativi che la banca deve produrre⁴⁸: sia perché considerati essenziali per un corretto *risk management*⁴⁹, sia per una migliore comprensione delle caratteristiche del business da parte degli osservatori esterni (autorità di vigilanza *in primis*).

Giova precisare che la “segnalazione” può comunque trovare spazio anche quando vi siano obblighi di *disclosure*, che predeterminino il

⁴⁵ Negli stessi termini, A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, op. cit., p. 1166.

⁴⁶ Sull’evoluzione del risk reporting e sulla progressiva standardizzazione delle regole, volte a garantire un’adeguata comunicazione dei rischi e la comparabilità dei dati relativi ai diversi enti, si veda S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, 1095 e ss. A riprova che in settori dove manchino specifiche regole sulla *disclosure* (o dove non si può fare minimamente affidamento sui rimedi previsti dall’ordinamento, perché l’attività è illecita) i segnali manifestano in pieno la loro funzione e sono in grado di influenzare in modo decisivo le decisioni degli altri partecipanti al mercato si veda D. GAMBETTA, *Codes of the underworld, How criminals communicate*, Princeton, 2011.

⁴⁷ In questi termini, M. STELLA RICHTER Jr., *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari*, op. cit., 9.

⁴⁸ Come evidenziato da A. ANTONUCCI, *La responsabilità degli amministratori di banche*, in M. De Poli – G. Romagnoli (a cura di), *Le azioni di responsabilità nelle società di capitali*, Pisa, 2024, 215: «*La corporate governance è divenuta snodo disciplinare cruciale per le società bancarie in ragione del crescente rilievo che le è stato attribuito dalla regolazione come strumento di prevenzione, gestione e contenimento del rischio, parametro tanto per l’azione sociale che per quella di vigilanza*».

⁴⁹ Cfr. A.M. TARANTOLA, *Il ruolo del risk management per un efficace presidio dei rischi*, intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia, Milano, 10 novembre 2011.

contenuto o la modalità delle informazioni veicolate⁵⁰. La circostanza che un determinato flusso informativo sia obbligatorio, da rendere periodicamente o al ricorrere di certe condizioni, non esclude che questo possa essere considerato un segnale rilevante (dal segnalante e) da parte di chi lo riceva. Anzi, ciò permette la comparabilità tra le informazioni e rende quindi le indicazioni così veicolate più significative.

Al contempo, anche nel quadro così delineato permangono spazi (organizzativi e comunicativi) di flessibilità, che possono avere un impatto sull'emersione, analisi e gestione dei rischi da parte della banca, nonché – a valle – possono influenzare il livello di comprensione del business dell'impresa bancaria da parte degli *stakeholders* e delle autorità di controllo esterne. In tali aree in particolare possono svilupparsi fenomeni patologici – derivanti dalle asimmetrie informative – idonei a determinare situazioni di azzardo morale e a celare le criticità dell'ente creditizio, determinando così l'acuirsi dei rischi⁵¹.

Va però evidenziato, a parziale riequilibrio, che attorno al business bancario operano una pluralità di operatori professionali ed autorità di controllo aventi l'obiettivo di vagliare criticamente l'attività della banca, la sua organizzazione e comunicazione e ciò concorre a ridurre l'incertezza attorno alle reali qualità dell'impresa: pertanto, anche quando i flussi informativi fossero equivoci, altri elementi potrebbero concorrere a “chiarire” i *noisy signals*⁵².

⁵⁰ Con riferimento alle *rationes* alla base degli obblighi informativi e alla loro estensione ottimale si veda L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, *op. cit.*, p. 511 e ss. La questione assume contorni in parte differenti se si guarda alla sola dimensione interna alla dinamica societaria. Cfr. G. BARBARA, *Flussi informativi endoconsiliari e interorganici*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 423 e ss.

⁵¹ Si pensi in particolare ai rischi di *adverse selection*, G.A. AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, 494 e ss.

⁵² Il concetto di *noise*, con riferimento all'analisi dei modelli di disclosure e delle scelte effettuate su tale base dagli investitori sono ampiamente descritte, ad esempio, da S. BANERJEE – B. GREEN, *Signal or Noise? Uncertainty and Learning about Whether Other Traders are Informed*, in *Journal of Financial Economics*, 2015, 117, p. 398 e ss.; R.J. BLOOMFIELD et al., *How Noise Trading Affects Markets: An Experimental Analysis*, in

Cionondimeno, il medesimo segnale ben può avere un diverso impatto in ragione di chi siano i destinatari a cui giunga e del contesto ambientale in cui si inserisca.

3. *Proiezione esterna dei controlli: tra collaborazione con le autorità di vigilanza e segnalazione al mercato*

3.1 Il sistema dei controlli interni – anzitutto funzionale a garantire la corretta gestione della banca – ha anche una proiezione esterna⁵³. È un dispositivo per consentire che le informazioni sulle caratteristiche dell'impresa bancaria e sui rischi in cui incorre siano resi noti alle autorità di vigilanza e al mercato⁵⁴. Anche tali flussi informativi (ancor più di quelli

The Review of Financial Studies, vol. 22, 2009, 2275 e ss. La creazione di “rumore” appare idonea a confondere gli operatori economici che basino le proprie scelte esclusivamente su analisi dei fondamentali. Veicolare segnali suscettibili di varie interpretazioni potrebbe rispondere all'esigenza di trasmettere informazioni obbligatorie – in quanto è la legge, l'autorità di vigilanza o previsioni statutarie ad imporle la condivisione di tali dati – senza però rivelare dati pregiudizievoli.

⁵³ N. ABRIANI, *Collegio sindacale e “Comitato per il controllo interno e la revisione contabile” nel sistema policentrico dei controlli*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 2 e ss. parla di “policentrico sistema dei controlli” poiché si basa su una serie di linee di controllo interno (le cd. tre linee di difesa), a cui si aggiunge l'interazione con ulteriori controlli esterni, in primis quelli svolti dalle autorità di vigilanza. Sul punto, si veda anche F. RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e «corporate governance»*, *op. cit.*, 66 e ss.

⁵⁴ Gli organi di controllo interni sono anche garanzia di interessi pubblicistici. Pertanto, la loro piena funzionalità e la correttezza degli esiti della loro attività deve essere garantita. Tale chiave di lettura rende evidenti le ragioni della stretta cooperazione tra il sistema dei controlli interni e le autorità di vigilanza. A conferma di ciò, basti ricordare come il TUB (art. 52) attribuisce al collegio sindacale l'obbligo di segnalare “senza indugio” all'autorità di vigilanza le eventuali irregolarità nella gestione della banca o violazioni normative che dovesse riscontrare. Peraltro, la previsione nel tempo è stata affiancata da altri due articoli (art. 52 bis e 52 ter) che impongono alle banche di istituire sistemi interni che consentano ai dipendenti di segnalare - loro stessi - all'autorità quanto non fosse in ordine. Dunque, viene imposto all'impresa vigilata di istituire una struttura che consenta un controllo interno democratico, nella logica del *whistleblowing*, sempre al fine di sterilizzare i rischi derivanti dalla scorretta attività della banca. L'interesse alla corretta gestione è

interni) possono essere inquadrati come segnali, in quanto finalizzati a far emergere le qualità della banca e della sua attività: nei confronti dei clienti – per segnalare le proprie virtù rispetto ai *competitors* – e dell'autorità di vigilanza, per rassicurarla della solidità del proprio business e del pieno rispetto della disciplina applicabile.

In tale ottica, eventuali distorsioni derivanti dalle modalità di comunicazione e dalle caratteristiche dei destinatari risultano ancora più problematiche: difatti, il novero dei destinatari si amplia e tra tali soggetti solo alcuni (gli operatori professionali) hanno con certezza un adeguato strumentario⁵⁵, mentre altri ne potrebbero risultare sforniti.

3.2 Come accennato, una serie di aspetti diversi concretamente si prestano ad essere valutati in base alla chiave di lettura offerta dalla teoria dei segnali: aspetti strutturali del sistema di amministrazione e controllo, elementi comportamentali e relativi alla gestione dei rischi, nonché le caratteristiche del relativo reporting.

In special modo nella dimensione esterna, occorre distinguere tra segnali impliciti ed espliciti.

Laddove i segnali espliciti sono riconducibili anzitutto a comunicazioni e report che hanno la finalità esplicita di veicolare informazioni ai destinatari, i secondi invece possono inferirsi da alcune scelte, spesso strutturali, dell'impresa: ad esempio, la scelta di un determinato modello di organizzazione e controllo che è idoneo a generare un impatto sulla fisionomia dei controlli interni e potenzialmente sulla loro efficacia; d'altra parte, le politiche di remunerazione dei managers così come le politiche circa la distribuzione dei dividendi e/o *buy backs* di azioni possono segnalare a loro volta lo stato di "salute" dell'ente⁵⁶.

decisamente prevalente e i meccanismi volti all'emersione dei rischi assumono una proiezione (direttamente) esterna, al fine di consentirne una efficiente emersione e gestione.

⁵⁵ Al riguardo, rileva sia l'essere dotati di idonee competenze tecniche, sia la comprensione degli elementi di contesto, che possano risultare determinanti per il corretto inquadramento delle informazioni.

⁵⁶ M.H. MILLER – K. ROCK, *Dividend Policy under Asymmetric Information*, in *The Journal of Finance*, vol. 40, 1985, 1031 e ss.

Quanto agli assetti organizzativi, come noto l'art. 2086 c.c. impone all'imprenditore di istituire assetti adeguati (e questi includono anche il sistema dei controlli), pena la sua responsabilità⁵⁷. La comunicazione al mercato dell'esistenza di meccanismi di governance solidi, che si concretizzino anche in un efficace sistema dei controlli interni costituisce un segnale rilevante: laddove uno dei criteri da seguire per valutare l'attendibilità dei segnali è l'allineamento degli incentivi per i soggetti segnalanti e i destinatari della segnalazione, l'esistenza di un dispositivo per la rilevazione dei rischi pienamente funzionale risponde precisamente a tali caratteristiche, consentendo di far emergere la responsabilità in relazione alla diffusione di segnali fraudolenti⁵⁸. Guardando alle ipotesi patologiche, la specialità delle imprese bancarie fa sì che operi anche un altro meccanismo: quello del controllo dell'autorità di vigilanza, chiamata a valutare, eventualmente agendo con misure correttive e sanzionatorie, gli assetti della banca. Dunque, un assetto inadeguato non solo veicolerà un segnale negativo al mercato e genererà responsabilità degli amministratori, ma - quando evidentemente carente - potrà sollecitare anche interventi da

⁵⁷ Per un inquadramento aggiornato ai più recenti orientamenti S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, in *Giur. Comm.*, 2023, I, p. 901 e ss.; V. DI CATALDO, *Assetti organizzativi della società per azioni e adeguatezza. Alcuni profili fin qui un po' trascurati*, in *Giur. Comm.*, 2024, I, 250 e ss. Nell'impresa societaria, l'obbligo di istituzione di assetti organizzativo, amministrativo e contabile adeguati spetta agli amministratori (in particolare agli organi delegati).

Specificamente sugli assetti organizzativi nelle banche A. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, *op. cit.*, 1165 e ss.; A.M. LUCIANO, *Adeguatezza organizzativa e funzioni aziendali di controllo nelle società bancarie e non*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 317 e ss. Mentre con riferimento ai profili di responsabilità degli amministratori M. RABITTI, *La responsabilità da deficit organizzativo*, in M. Irrera (a cura), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna, 2016, 955 e ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 647 e ss.

⁵⁸ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo, Milano, 2012, 370-371 evidenzia che gli assetti organizzativi della impresa sono «per un verso oggetto di "controllo", ma per un altro verso strumento essenziale perché lo si possa efficacemente svolgere».

parte dell'autorità di vigilanza, che esercita uno scrutinio continuo sull'adeguatezza degli assetti dell'ente creditizio⁵⁹.

Quanto invece ai segnali espliciti, assumono anzitutto rilevanza tutti quei flussi informativi che abbiano l'obiettivo dichiarato di trasmettere elementi conoscitivi sull'impresa (non rilevando se obbligatori o meno) così da superare le asimmetrie informative⁶⁰. Si pensi alla comunicazione (nell'ambito del Relazione del Comitato per il Controllo sulla Gestione all'Assemblea) della corretta implementazione di politiche virtuose, ad esempio, sul versante della tutela climatica e del supporto ai territori. Al contempo, rilevano a tali fini tutte le comunicazioni degli organi di controllo che evidenzino aspetti quali la solidità patrimoniale dell'ente

⁵⁹ D'altra parte, da un punto di vista strutturale non è indifferente quale sia il sistema di organizzazione e controllo prescelto. Nonostante le disposizioni di vigilanza considerino i vari sistemi "neutri" - e quindi non dovrebbero fornire al mercato alcuna indicazione nel senso di maggiore solidità - la dottrina non è concorde sul punto. Per il vero, la scelta di un determinato modello è in grado di offrire un segnale circa il livello d'ingerenza dei controlli nella gestione e quindi - in astratto - sull'efficacia dello stesso. Ad esempio, il sistema monistico appare idoneo a consentire un controllo più rigoroso ed approfondito sulle scelte gestionali, essendo i membri del comitato di controllo sulla gestione amministratori: in ragione del loro ruolo bifronte, meglio potrebbero svolgere un controllo esteso anche ai profili di merito. Nei rapporti con le autorità di vigilanza, però, tale commistione di ruoli sembra, prestare il fianco a fenomeni di "cattura" del vigilato. Si pensi ad esempio ad un amministratore che sia membro anche del comitato per il controllo sulla gestione e, a fronte di una situazione caratterizzata da potenziali irregolarità, per scongiurare il rischio di essere attinto da un provvedimento di *removal*, trasferisca all'autorità ogni informazione in suo possesso (anche le più irrilevanti), creando così un *overload* informativo. Sul punto, R. LENER, *Monistico come modello ottimale per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla corporate governance*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 35 e ss.

⁶⁰ Il superamento delle asimmetrie informative - scopo teorico dei segnali - dovrebbe essere quello di raggiungere un nuovo equilibrio informativo, consentendo a ciascun portatore d'interesse di avere una rappresentazione fedele delle qualità dell'impresa e delle sue attività: ciò, da una parte, darebbe la possibilità agli organi di controllo di censurare (e rimediare) eventuali disfunzioni aziendali, e al contempo consentirebbe al mercato, in particolare quando si tratti di banca quotata, di esprimere prezzi in linea con l'effettivo valore dei titoli. Ciò si pone in linea con la prospettiva del modello semi-strong di efficienza informativa del mercato. R. GILSON - R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, 549 e ss.

credizio o la ridotta esposizione ai rischi, rendendo così conoscibili tali qualità.

In tali ipotesi risulterà particolarmente significativo, accanto all'informazione oggetto del segnale, anche il design della comunicazione e il perimetro dei suoi destinatari.

3.3 Non sempre però alla ricezione del segnale corrisponde una rappresentazione fedele delle qualità dell'impresa e delle sue attività.

Le evidenze empiriche fanno emergere come talvolta vengano prodotti segnali, tanto da parte degli organi di controlli interno quanto degli *external auditors*, non rappresentativi della realtà sottostante (e.g., nel caso Wirecard⁶¹) con l'esclusivo obiettivo di ottenere un vantaggio, potendo così beneficiare di maggiore fiducia da parte del mercato.

I fenomeni di *mis-signaling* – e ancora di più la trasmissione di segnali consapevolmente infedeli – determinano danni e inefficienze; devono quindi essere prevenuti ed eventualmente repressi⁶².

L'esistenza di diverse "linee" dei controlli⁶³ mitiga il problema, in quanto dovrebbe consentire la rilevazione del rischio – trascurato o sottaciuto – e far emergere la responsabilità di chi abbia veicolato un segnale decettivo.

⁶¹ Si tratta dello scandalo – relativo anzitutto a frodi contabili – che ha coinvolto la società tedesca (quotata) Wirecard AG, parte di un gruppo operante nel settore bancario e dei servizi di pagamento. Cfr. T. MÖLLERS, *The Wirecard Accounting Scandal in Germany, and How the Financial Industry Failed to Spot it*, in *The International Lawyer*, vol. 54, 2021, 325-360. Quel che emerge chiaramente da tale vicenda è che talvolta i flussi informativi possono risultare fuorvianti, in particolare quando vi sia una convinzione (probabilmente supportata anche da una volontà politica) di considerare un determinato soggetto come "campione nazionale", dunque valutando le sue condotte e i *rumors* circa eventuali inadempimenti e violazioni partendo da tale preconetto. In tal caso, sono stati a lungo ignorate le puntuali denunce contenute in inchieste del Financial Times, anche perché era diffusa la convinzione della solidità dell'impresa.

⁶² Un possibile approccio per fronteggiare tali criticità è quello di impiegare meccanismi che consentano di verificare l'attendibilità delle informazioni, incidendo così anche sulla fase percettiva (e quindi sui conseguenti effetti) delle informazioni veicolate

⁶³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The "four lines of defence model" for financial institutions*, *op. cit.*

Nella valutazione circa l'attendibilità dell'informazione veicolata, occorre infine soffermarsi sullo strumentario a disposizione dei destinatari delle informazioni: le competenze tecniche, la disponibilità di informazioni ulteriori che consentano di contestualizzare il segnale ricevuto, la propensione al rischio del destinatario del segnale possono influenzare l'attitudine del destinatario nel raccogliere il segnale, analizzarlo e trarne conseguenze. Si tratta di elementi che devono essere tenuti in debita considerazione quando si valuta la veridicità dell'informazione trasmessa, l'effetto del segnale e la responsabilità di chi lo abbia veicolato.

4. *Misleading signals e profili di responsabilità*

4.1 Mediante i flussi informativi esaminati, gli *internal control bodies* forniscono una rappresentazione del rispetto delle strategie aziendali, della conformità dell'attività svolta alla normativa applicabile, oltreché all'osservanza del canone della sana e prudente gestione della banca, decisivo per valutare il buon andamento della banca e dunque in grado di incidere direttamente sulla percezione di fiducia.

Proprio al fine di evitare effetti pregiudizievoli della "trasparenza", potrebbe ritenersi che le imprese siano incentivate a condividere solamente fatti positivi e non anche quelli negativi, la cui *disclosure* è idonea a produrre effetti ulteriormente pregiudizievoli per l'impresa segnalante.

La probabilità che l'impresa serbi un "silenzio" circa gli eventi negativi è chiaramente più elevata quando manchino regimi obbligatori di *disclosure*⁶⁴. D'altra parte, è indispensabile che siano veicolati anche i segnali negativi, facendo così emergere l'esistenza di possibili problemi gestionali o strutturali, al fine di poterli affrontare tempestivamente⁶⁵. La accorta (e appropriata) comunicazione di tali circostanze consente di modularne la percezione da parte dei *market participants*, i quali

⁶⁴ L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, op. cit., 511 e ss.

⁶⁵ S.A. EINWILLER – C.E. CARROLL, *Negative disclosures in corporate social responsibility reporting*, in *Corporate Communications: An International Journal*, vol. 25, 2020, 319 e ss.

potrebbero altrimenti trarne conseguenze ulteriormente negative, con ricadute sulla credibilità dell'impresa bancaria e quindi sulla fiducia serbata nei propri confronti⁶⁶.

Sempre con riferimento alle informazioni relative ad elementi negativi, gli organi di controllo hanno poi una funzione cruciale nel dimostrare l'infondatezza di eventuali *rumors* che dovessero diffondersi circa l'esistenza di criticità nella gestione della banca.

Nella prospettiva dell'ordinamento giuridico, i segnali prodotti dall'impresa bancaria – quand'anche non si risolvano in comportamenti illegittimi – potrebbero risultare fuorvianti per l'autorità di vigilanza e per il mercato, quindi impattando sul benessere collettivo. Di qui l'esigenza che le modalità per la rilevazione dei rischi siano specificamente disciplinate, introducendo standards che non lascino spazi (eccessivi) per segnalazioni infedeli⁶⁷ e che consentano al destinatario della segnalazione di comprendere e comparare l'informazione ricevuta, semplificando e rendendo così meno onerosa la fase di *feedback*.

Occorre però essere consapevoli che la positivizzazione degli obblighi di *facere* (istituzionalizzando così i modelli di *signaling*) rischia di creare *overdeterrence*⁶⁸. Inoltre, la standardizzazione ha però l'attitudine a generare stagnazione e rallentare l'innovazione; pertanto, accanto a un nucleo duro di informazioni essenziali sull'attività della banca rispetto alle quali appare indispensabile l'esistenza di obblighi normativi puntuali,

⁶⁶ U. OSILI et al., *Bank Crises and Investor Confidence*, in FRB of Chicago Working Paper No. 2008-17.

⁶⁷ Non è un caso, infatti, che l'ordinamento europeo abbia introdotto regole volte stabilire criteri uniformi per i bilanci di sostenibilità, così da rendere possibile la comparabilità e contrastare fenomeni di *greenwashing*. Si veda anche nota 43. Al fine di scongiurare rischi per la stabilità finanziaria, è poi necessario garantire solidi strumenti di verifica – in capo alle autorità di vigilanza – che consentano di valutare la veridicità dei segnali, scongiurando così che i comportamenti dei destinatari della segnalazione finiscano per essere così *self confirming* della bontà della segnalazione, con conseguenti effetti eco, idonei a produrre anche rischi sistemici. Sul tema, G. SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistemico. Stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali*, Milano, 2021, passim.

⁶⁸ J. ARMOUR et al., *The Limits of Financial Regulation*, in Principles of Financial Regulation, Oxford, 2016, 80 e ss.

potrebbe comunque lasciarsi spazio a segnali atipici, purché presidiati da chiare regole di responsabilità⁶⁹.

4.2 Al riguardo, parrebbe utile rendere più chiaro il regime della responsabilità degli organi di controllo interno, per i danni arrecati ai soggetti che si pongono al di fuori del perimetro dell'impresa bancaria e che basano le loro decisioni sulle valutazioni di tali organi. Ad oggi, manca un regime dedicato alla responsabilità dei componenti degli organi aziendali di controllo interno e la giurisprudenza si è attestata nel riconoscere, in ogni caso, la responsabilità extracontrattuale del collegio sindacale nel caso di mancata rilevazione dei rischi e/o comunicazioni fallaci⁷⁰, avendo tale organo un ruolo di organizzazione e controllo circa il corretto funzionamento del sistema dell'*internal control*⁷¹.

Guardando alle esperienze di altri paesi (in particolare quella del Regno Unito)⁷² si coglie come non sia raro che gli individui, membri degli organi di controllo vengano attinti da misure di *direct enforcement* quando agiscono in violazione dei criteri di “*due care, skill and diligence*”⁷³. Come è stato osservato⁷⁴, l'imposizione di responsabilità personali – dirette – in

⁶⁹ L. FURGIUELE, *La responsabilità da controllo*, in R. Alessi et al. (a cura di), *Il collegio sindacale: le nuove regole*, Milano, 2007, 425 e ss.

⁷⁰ La responsabilità del collegio sindacale è peraltro valutata usualmente in modo rigoroso. Sul punto si veda E. CECCHINATO, *Doveri e responsabilità dei componenti dell'organo di controllo delle banche*, op. cit., spec. pp. 235-241 e la giurisprudenza ivi citata; F. SUDIERO, *Il nesso di causalità nella responsabilità concorrente dell'organo di controllo: note per un nuovo tentativo ricostruttivo*, in *Giur. Comm.*, 2023, I, p. 247, spec. nt. 3.

⁷¹ *Ex multis*, Cass. civ., Sez. II, 22 gennaio 2018, n.1529 con nota di M. GHILARDI, *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci di banche sul sistema dei controlli interni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 586 ss.

⁷² I. H.-Y. CHIU, *Regulating (from) the inside. The legal framework for internal control in banks and financial institutions*, op. cit., 242 e ss.

⁷³ In tale ordinamento, il regime di responsabilità dei componenti degli organi di controllo interno richiede l'accertamento dell'elemento soggettivo della colpevolezza.

⁷⁴ I. H.-Y. CHIU, *Regulating (from) the inside. The legal framework for internal control in banks and financial institutions*, op. cit., 243.

capo alle persone fisiche che operino nell'ambito di tali organi da una parte costituisce un incentivo ad assumere un impegno personale alla *compliance*, dall'altra però potrebbe apparire sproporzionata e finirebbe per portare l'“*internal control personnel*” a tenere comportamenti difensivi (e dunque meno funzionali e collaborativi)⁷⁵.

Ad ogni modo, appare indispensabile che vi siano chiare regole di responsabilità a presidio dell'esigenza di certezza che ruota attorno ad un meccanismo funzionale all'individuazione e gestione dei rischi. Ciò risulta fondamentale per garantire la fiducia nella banca e nel sistema bancario⁷⁶.

E dunque, appare indispensabile rafforzare – a garanzia del corretto funzionamento dei meccanismi aziendali che si basano sulle informazioni veicolate dagli organi di controllo interno – il regime di responsabilità degli *internal control personnel*, senza però ingessarne l'attività, per il timore di incorrere in responsabilità.

In disparte la risoluzione di tale complesso profilo, occorre comunque rendere effettivamente più oneroso per l'impresa (e quindi per i soggetti che effettuino le relative verifiche e se ne assumano la responsabilità)

⁷⁵ Negli stessi termini, F. SUDIERO, *Responsabilità del sindaco senza (con)fine: rischio di “un'attività di controllo difensiva”?*, in Banca Impr. Soc., 2020, p. 289 ss. In questo contesto, quindi, appare comunque più coerente la previsione di una responsabilità sussidiaria di tali soggetti. Cionondimeno, trattandosi di una forma di responsabilità solidale diseguale, l'onere economico graverà in conclusione sulla persona fisica che abbia tenuto tale comportamento colposo. Pertanto, la mera previsione della sussidiarietà della responsabilità non pare idonea a risolvere il problema della “attività di controllo difensiva”.

⁷⁶ Con riferimento a quei comportamenti che possano risultare ingannevoli e determinare danni per il pubblico dei risparmiatori sembrano ricorrere gli elementi caratterizzanti la responsabilità contrattuale da contatto sociale, avendo di fatto gli organi di controllo una posizione qualificata, idonea a far sorgere un affidamento in coloro che – sia pure non legati da vincoli contrattuali – compiano scelte (d'investimento) in base alle informazioni così diffuse. In continuità con l'orientamento inaugurato da Cass. Civ., Sez. III, 22 gennaio 1999 n. 589 a fronte di danni cagionati da parte di soggetti aventi una posizione qualificata e “di garanzia”, la responsabilità per danni è stata qualificata dalla giurisprudenza – per una serie di situazioni in cui vengono ritenute sussistenti tali caratteristiche – di natura contrattuale, anche in mancanza di un pregresso accordo. Per una ricostruzione dei principali orientamenti cfr. C. SCOGNAMIGLIO, *Ingustizia del danno, contatto sociale, funzioni del risarcimento*, Torino, 2021, spec. 147 e ss.

l'invio di un “*false signal*” piuttosto che un segnale veritiero e rappresentativo di una situazione deteriorata. Ciò nell'ottica di cooperazione, funzionale all'emersione tempestiva delle criticità, che permetta di porvi rimedio ove possibile.

Quindi, è necessario che sia allocato in via preventiva il rischio derivante dalla produzione di segnali fallaci, prevedendo che la responsabilità dell'ente (e degli esponenti degli organi di controllo) sorga fin dal momento della trasmissione di una rappresentazione potenzialmente *misleading*.

Una siffatta soluzione non è comunque priva di difficoltà applicative⁷⁷, anche relative all'individuazione dei flussi informativi decettivi: la fallacia del segnale non sempre è determinata in via esclusiva dal fatto condiviso dal segnalante, ma potrebbe essere imputabile anche all'inadeguatezza dello strumento di comunicazione o all'incapacità del destinatario di coglierlo o di analizzarlo correttamente⁷⁸.

Ad ogni modo, l'ulteriore rafforzamento del regime di responsabilità degli organi di controllo rappresenterebbe incentivo ad una più accorta comunicazione dei dati, utile sia per l'esercizio delle funzioni

⁷⁷ Si porrebbe in tal modo un'ulteriore difficoltà nell'individuazione del nesso causale tra condotta e danno e si rischierebbe di rendere siffatta fattispecie una ipotesi di responsabilità oggettiva. Sulle questioni circa l'accertamento del nesso causale nella responsabilità degli esponenti bancari si veda F. GRECO – P. MARCHETTI, *La responsabilità degli esponenti bancari: un criterio metodologico di determinazione del danno*, in Resp. Civ. prev., 2020, 6 e ss.

⁷⁸ Se il segnale deve essere “*tailor made*” in relazione all'oggetto che veicola e al destinatario, ai fini dell'accertamento della responsabilità da danno da *mis-signaling* si pone il problema di definire quale possa essere la condotta lesiva vietata e, dunque, potenzialmente generatrice di responsabilità. Non è solo l'inerzia a generare responsabilità ma anche l'invio di un segnale che pur formalmente fedele al dato di realtà, risulti nella sostanza decettivo, perché non calibrato sulle specificità del destinatario. E ciò se da una parte può rendere più complesso l'accertamento della responsabilità - potendo risultare in *underenforcement* - al contempo potrebbe anche incentivare forme di “attività di controllo difensive”. Ciò al fine di rifuggire dalla responsabilità, ma a discapito della piena funzionalità della dimensione esterna dei controlli interni. Si veda nt. 75

amministrative dell'impresa, sia per i soggetti "esterni" che assumono decisioni anche sulla base di tali informazioni⁷⁹.

5. Osservazioni conclusive: conta più il segnale o chi lo riceve (e la sua risposta)?

5.1 Dalle considerazioni fin qui condotte emerge una vivida ricostruzione della funzione degli organi di controllo interno come compartecipanti alla gestione dei rischi e protagonisti nella comunicazione (interna ed esterna) di tali livelli di rischio. Si coglie come il loro ruolo non sia limitato alla censura di condotte violative delle previsioni di legge o dei livelli di rischio preventivamente definiti dall'impresa, ma anche finalizzato al miglioramento dei processi aziendali. Inoltre, il sistema dei controlli compartecipa alla comunicazione – all'esterno – delle caratteristiche e dei risultati dall'impresa e lo fa sia attraverso flussi informativi espliciti (si pensi alla reportistica a ciò specificamente deputata) sia mediante l'esercizio della propria funzione, nell'ambito del proprio modello operativo, osservabile dall'esterno.

Tutti questi possono essere interpretati come segnali perché sottendono la volontà di far emergere elementi che potrebbero essere di difficile rilevazione dall'esterno.

Il processo di segnalazione è un processo complesso – a cui compartecipano, a vario titolo, segnalanti e destinatari – caratterizzato da una pluralità di fasi, processi e inferenze che possono determinare errori percettivi. Questi ultimi possono creare danni al pari della comunicazione di un fatto falso.

Nell'ambito dell'articolato sistema dei controlli delle banche, la cui funzione è proprio quella di mettere al riparo la banca e gli interessi che questa è chiamata a perseguire dai rischi, una disfunzione di questo tipo è

⁷⁹ Giova ricordare che accanto alla responsabilità civile degli esponenti degli organi di controllo, sussiste anche una loro responsabilità amministrativa, potendo essere sanzionati dalle autorità di vigilanza in caso di violazioni di legge o regolamentari. Sul punto si veda E. CECCHINATO, *Doveri e responsabilità dei componenti dell'organo di controllo delle banche*, op. cit., 237.

particolarmente dannosa. Il segnale che non sia calibrato rispetto ai suoi destinatari rischia di essere non solo inefficace ma anche fuorviante. Quindi occorre prevenire che ciò avvenga.

Come detto, una prima soluzione è quella di favorire la standardizzazione dei segnali. Si tratta di una strada non nuova, già in parte esplorata, che permette una maggiore comparabilità da parte di chi li riceve e consente altresì ai destinatari dei segnali di sviluppare una specifica *expertise*, con riferimento a determinate categorie di flussi informativi. Le comunicazioni atipiche non solo si prestano maggiormente ad abusi poiché non vi è consenso sui criteri di classificazione del fenomeno osservato, ma anche perché la rappresentazione che di questo è fornita potrebbe non essere correttamente compresa da chi non abbia specifiche competenze.

5.2 Dei rischi sottesi all'attività della banca si deve avvedere non solo il management, ma anche l'autorità di vigilanza e il cliente. Evidentemente, ciascuno di questi soggetti ha una diversa esigenza di conoscenza e conseguentemente aspettativa di comprensione.

Peraltro, tale necessità si verifica in una pluralità di momenti diversi: talvolta l'interazione è guidata dal principio di prevenzione, altre volte dall'esigenza di fronteggiare la concretizzazione del rischio.

Avendo riguardo alle autorità di vigilanza, queste operano (e interagiscono) – sia *ex ante* (si pensi ad esempio alle interlocuzioni al momento della definizione dell'ICAAP o della redazione dei piani di risanamento), sia al momento in cui il rischio si acuisce, adottando misure tempestive per rimediare (quelle di *early intervention*⁸⁰, tra le altre). L'immediatezza della rilevazione delle vicende è quindi indispensabile per

⁸⁰ Sulle misure di intervento precoce si veda M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di "early intervention"*, in *Federalismi.it*, 2018, 2, 9-12. L'esempio delle misure di *early intervention* è particolarmente calzante, in quanto mette in evidenza come la tempestiva interlocuzione e collaborazione tra organi interni e autorità di vigilanza consenta di porre rimedio a situazioni di illegittimità o di rischio, anche contro l'interesse degli amministratori o dei soci dell'ente creditizio, ma al fine di perseguire gli obiettivi della regolazione finanziaria. In tema, si veda anche F. RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e «corporate governance»*, op cit., spec. 66 e ss.

garantire l'efficacia dell'intervento e pertanto la cooperazione degli organi di controllo interno è fondamentale.

C'è di più. L'intervento dell'autorità di vigilanza può assumere un particolare significato per il mercato, in quanto può aiutare gli altri soggetti operanti nel mercato a decodificare il significato delle informazioni diffuse dalla banca.

Tali osservazioni rendono chiaro come il destinatario del segnale e il relativo *feedback* sono ciò che definisce gli effetti concreti del segnale veicolato dalla banca. Sia in relazione alle conseguenze che si producono per lo stesso intermediario bancario sia per il mercato.

Al riguardo, può portarsi un esempio paradigmatico: le dinamiche relative alla comunicazione dell'accesso all'*Emergency lending assistance*⁸¹, il cd. finanziamento di ultima istanza da parte della Banca Centrale. Ebbene, la diffusione dell'informazione che un intermediario abbia richiesto ed ottenuto l'accesso all'ELA – che occorre ricordarlo, presuppone che l'intermediario sia solvente e in una crisi “solo” temporanea di liquidità – appare idonea a far sorgere quantomeno il dubbio circa la solidità della banca, che altrimenti avrebbe potuto ottenere il finanziamento sul mercato interbancario. Nonostante l'informazione sia teoricamente “non negativa” poiché attesta una valutazione da parte dell'autorità di vigilanza circa la non insolvenza dell'ente, nei fatti potrebbe essere recepita dal mercato come una prova di crisi, innescando quindi un effetto domino, idoneo a generare ulteriori difficoltà per la banca⁸². In questo caso, l'informazione – rilevata dagli organi di controllo e valutata anche dagli amministratori – deve essere trasmessa tempestivamente e in modo completo alla Banca d'Italia al fine di poter ottenere l'accesso al

⁸¹ C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2016, 273; J. ARMOUR et al., *Liquidity Regulation*, in *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 324 e ss. e in particolare p. 329.

⁸² Ciò in realtà solleciterebbe anche un'ulteriore domanda sul come le autorità pubbliche debbano diffondere informazioni relative ad un'istituzione finanziaria, in particolare quando si trovi in una situazione “di fragilità”, che se conosciuta dal pubblico potrebbe portare ad un *bank run*. Un interessante studio sul tema, che si occupa nello specifico della disclosure degli esiti degli stress tests I. GOLDSTEIN – Y. LEITNER, *Stress tests and information disclosure*, in *Journal of Economic Theory*, vol. 177, 2018, 34-69.

credito di ultima istanza, idoneo a mettere in sicurezza la banca; la stessa potrebbe invece dover essere resa pubblica (al mercato) in tempi e modi differenti, per evitare che il segnale sia mal interpretato.

In altri termini, non è sufficiente trasmettere l'informazione in modo omogeneo a tutti i destinatari, contando che gli elementi "di contesto" ne rendano chiara la portata concreta. Il ruolo dei soggetti professionali che potranno analizzare le informazioni e trarne valutazioni rilevanti⁸³ potrebbe non essere sufficiente a conferire un significato univoco alle informazioni diffuse, ogni qualvolta i singoli destinatari possano trarne considerazioni ulteriori, basate anche su valutazioni istintive⁸⁴.

Un segnale potrebbe essere colto e (in vario modo) recepito dalla sua pluralità di destinatari e, eventualmente, anche da soggetti terzi. E al fine di evitare che ciò determini conseguenze dannose – anche in situazioni che di per sé non dovrebbero generare allarme – il flusso informativo non solo deve essere veritiero ma deve essere veicolato con termini e modalità che limitino la "faulty reception".

Pertanto, i flussi informativi che originano dagli organi di controllo dovrebbero essere elaborati tenendo conto di tali potenzialità, in particolare quando siano destinati alla diffusione verso l'esterno⁸⁵.

5.3 Rilevanti indicazioni nel senso di un'esigenza di ripensamento di alcuni momenti del controllo interno vengono anche dalle recenti prese di

⁸³ Un'analisi del ruolo dei *professional traders* ai fini dell'efficienza informativa del mercato, tenendo conto anche delle caratteristiche di sostenibilità, è offerta da G. BALP – G. STRAMPELLI, *Institutional Investors As The Primary Users Of Sustainability Reporting*, in K. Alexander et al. (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024, in corso di pubbl.

⁸⁴ Sul concetto di *bounded rationality* e impatto sulle decisioni si veda D. KAHNEMAN, *Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics*, in *The American Economic Review*, vol. 93, 2003, 1449 e ss.

⁸⁵ Cfr. R. COCOZZA, *Risk Management: la difficile arte del comunicare*, in FcHub, 2024 similmente valorizza la centralità di una efficace comunicazione nella gestione dei rischi

posizione della Banca Centrale Europea⁸⁶. Infatti, dalla *review* condotta dalla BCE è emerso un profilo di evidente debolezza della funzione di *internal audit* (la cd. terza linea di difesa) e dei segnali da questa veicolati.

La *review* ha evidenziato come i flussi informativi inviati dall'*internal audit* non sempre siano oggetto di sufficiente scrutinio da parte degli amministratori ed è stato riscontrato come in alcune banche gli *audit plans* non tenessero in debita considerazione i *findings* dell'autorità di vigilanza e le valutazioni circa il rispetto del RAF⁸⁷. In un siffatto quadro, il rischio è che i segnali prodotti dagli organi di controllo interno, tesi a far emergere tempestivamente debolezze del business della banca, non siano poi tenuti in debita considerazione dagli organi di amministrazione. Sembra che si ponga maggiore attenzione – in concreto – alla fase di rilevazione dei fatti e creazione dei segnali, tralasciando quelle della ricezione. Il *feedback* diverrebbe così un mero adempimento; dovrebbe essere invece il cuore dell'attività di controllo, essendo la fase in cui l'esito del controllo può portare frutti nella correzione dell'attività, con interventi tempestivi⁸⁸.

Sembra emergere una insufficiente integrazione del sistema dei controlli nella gestione dell'impresa bancaria: si rischia così di trascurare la circostanza che invece l'effettiva funzionalità di tali dispositivi consente una migliore gestione dell'ente, sterilizzando i rischi.

Il modello introdotto dal Regolamento DORA⁸⁹ ben evidenzia il tipo di approccio che l'impresa finanziaria dovrebbe adottare: volto a creare una

⁸⁶ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Internal audit functions: guardians of banks' control frameworks*, 15 maggio 2024, *op. cit.*

⁸⁷ *Id.*, p. 3

⁸⁸ P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance*, *op. cit.*, 257, evidenzia in particolare che «i controlli indiretti, proprio perché molteplici, articolati e diffusi, contengono in sé maggiori risorse di feedback e quindi di "autocorrezione", ma proprio perché si fondano sui controlli diretti (i c.d. controlli di linea) rischiano anch'essi un default a catena in caso di carenza o di inefficacia di questi e richiedono quindi un apposito presidio attraverso l'istituzione di un sistema di "controllori dei controllori"».

⁸⁹ Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

struttura resiliente a possibili shock (in tale contesto, con riferimento ai rischi ICT), che prefiguri altresì risposte per fronteggiarli tempestivamente, nel caso dovessero realizzarsi⁹⁰. Ciò presuppone che il sistema dei controlli interni funzioni in modo efficiente⁹¹ e che a ciascuna comunicazione sui rischi faccia seguito un riscontro da parte del destinatario del flusso informativo, che adegui prontamente le proprie valutazioni e *policies*.

5.4 Nell'ottica della *signaling theory*, infine, non deve tralasciarsi che ai controlli interni è attribuito anche un ruolo di analisi (e quindi chiarimento) degli elementi propri del business della banca e dei flussi informativi che le varie funzioni veicolano. Ciò dovrebbe consentire di renderne il significato comprensibile (ed univoco) per tutti gli *stakeholders*. Si può intravedere un ruolo che va oltre quello di rilevazione dei problemi e di rapido intervento e si estende fino a quello di corretta interpretazione dei fatti comunicati, a beneficio di tutti coloro che siano chiamati o vogliano utilizzare quelle informazioni a vario titolo. In quest'ottica, le funzioni di controllo interno della banca sono di fatto dei *gatekeepers*⁹² delle informazioni e le regole che li riguardano devono muovere da tale consapevolezza.

Il *design* dei flussi informativi espliciti deve essere perciò migliorato – con una accurata ponderazione da parte di ciascun organo di controllo e in

⁹⁰ In tema, si veda G. ALFANO, *Rischi informatici nel settore finanziario: strumenti di prevenzione e resilienza operativa digitale*, in questo fascicolo; specificamente, in relazione agli impatti sulla governance delle istituzioni finanziarie, G. SCHNEIDER, *La resilienza operativa digitale come materia di corporate governance: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Corporate Governance*, 2022, 553 e ss.

⁹¹ Un altro presidio è individuabile nella continua interlocuzione con l'autorità di vigilanza (e nello scrutinio da parte degli *external auditors*). Difatti, il modello delle quattro linee di difesa, che evidenzia il rapporto tra sistema dei controlli interni e quelli esterni permette un rafforzamento delle "difese", sia nell'interesse dell'impresa, sia del mercato. Si realizza così una forma di partenariato pubblico-privato nel monitoraggio e vigilanza, funzionale al perseguimento di obiettivi di rilievo (anche) pubblicistico, quale la sterilizzazione dei rischi propri del modello di business dell'ente creditizio e la stabilità finanziaria. Cfr. F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, op. cit., 159.

⁹² I. H.-Y. CHIU, *Regulating (from) the inside. The legal framework for internal control in banks and financial institutions*, op. cit., 270.

relazione ad ogni destinatario – dedicando inoltre particolare attenzione alla fase di *feedback*. Ciò è essenziale al fine di evitare che i flussi informativi, anziché risultare d’ausilio per il destinatario nel decodificare la situazione oggetto di segnalazione, finiscano per facilitare errori di comprensione e quindi di giudizio da parte delle autorità di vigilanza e dei clienti.

Proprio in considerazione delle conseguenze che un segnale mal calibrato e l’assenza di un idoneo riscontro potrebbero determinare, appare opportuno che la standardizzazione e la “normativizzazione di regole aziendalistiche”⁹³ si estendano anche alla fase del *feedback*, imponendo tali obblighi in sede di disciplina secondaria e di *soft law*.

D’altra parte, le citate specificità del sistema dei controlli interni e il rilievo dell’attività svolta dagli organismi che lo compongono rendono significativi i profili di responsabilità derivanti dalla loro attività. Sia pur perseguendo un delicato bilanciamento tra stringenti regole di responsabilità e l’esigenza di evitare fenomeni di *overdeterrence*, occorrerebbe disincentivare in modo deciso la trasmissione di flussi informativi fallaci (perché contenenti informazioni erranee o perché mal calibrati). La previsione di specifici regimi di responsabilità personale degli *internal control personnel*, in uno con un rafforzamento della fase di riscontro del segnale - in particolare nella dialettica con gli altri “componenti” del sistema dei controlli interni e con l’autorità di vigilanza - potrebbero consentire il raggiungimento di tale obiettivo.

Siffatti interventi concorrerebbero a rendere i segnali veicolati dal sistema dei controlli interni maggiormente credibili, in quanto presidiati da idonei (ed effettivi) meccanismi di tutela. In tale contesto, il flusso informativo - in quanto segnale attendibile - diverrebbe meglio in grado di realizzare i suoi obiettivi, rendendo in ultima analisi il sistema dei controlli interni delle banche maggiormente efficace.

⁹³ M. STELLA RICHTER Jr., *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari, op cit.*, 9.

Rischi informatici nel settore finanziario: strumenti di prevenzione e resilienza operativa digitale

SOMMARIO: 1. Stabilità del settore finanziario e rischi “di nuovo genere” nel paradigma delle c.d. *twin transitions*. – 2. Prevenzione e gestione dei rischi informatici nel quadro normativo europeo: il Regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA). – 3. Resilienza operativa digitale e *corporate governance* delle entità finanziarie. – 4. Asimmetrie negoziali, dipendenza tecnologica e conformazione del contratto nel mercato dei servizi TIC per il settore finanziario. – 5. (*Segue*) Squilibrio negoziale e competenze *tech* dell’organo di gestione. – 6. Supervisione diretta delle *ESAs* sui fornitori “critici” di servizi TIC. – 7. Flussi informativi esterni e strumenti di cooperazione (*cross-settoriale*) tra autorità e operatori del settore finanziario. – 8. Meccanismi di condivisione di informazioni sulle minacce *cyber* tra entità finanziarie al vaglio del diritto *antitrust*. – 9. Riflessioni conclusive.

1. Stabilità del settore finanziario e rischi “di nuovo genere” nel paradigma delle c.d. *twin transitions*.

In tempi recenti, i mercati finanziari sono stati interessati – in misura forse più pervasiva di quanto accaduto in altri comparti dell’economia – da penetranti mutamenti, che hanno ispirato una profonda revisione non soltanto dei modelli di *business* degli operatori del settore, ma anche della regolamentazione dell’attività di questi ultimi¹. Tra i principali *drivers* di tale processo evolutivo, rientrano senz’altro le c.d. *twin transitions*², quella “verde” e quella digitale, nonché le interrelazioni tra queste esistenti, che

¹ F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 3° ed., Milano, 2024, 35 ss. Per una esaustiva panoramica sulle più recenti evoluzioni che hanno interessato i mercati finanziari, v. altresì *L’industria finanziaria di fronte al mutamento del mercato*, Atti del webinar tenutosi il giorno 10 luglio 2023, D. ROSSANO (a cura di), Bari, 2023.

² Cfr. D. FOÀ, *Corporate social e digital responsibility e obiettivi del PNRR: confini e intrecci*, in *LLR*, 2023, n. 2, 66 s.; S. MUENCH – E. STOERMER – K. JENSEN – T. ASIKAINEN – M. SALVI – F. SCAPOLO, *Towards a green and digital future. Key requirements for successful twin transitions in the European Union*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2022, reperibile all’indirizzo <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC129319>.

hanno posto istituzioni, autorità di vigilanza, imprese e interpreti dinanzi a sfide inedite³.

La transizione *green* che impegna (anche) il mercato finanziario, nell'ottica del perseguimento di obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*⁴, si accompagna e in qualche misura si interseca con il processo di digitalizzazione del settore⁵, che è ormai giunto a una fase di pieno compimento, generando per le entità finanziarie e per il mercato opportunità e pericoli senza precedenti. Appare, dunque, opportuna una riflessione sui rischi «di nuovo genere»⁶ derivanti dalla diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) nel settore finanziario e sulle azioni messe in campo dal legislatore e dalle autorità per contrastarne gli effetti negativi a livello sistemico.

³ L. AMMANNATI, *Dimensioni "eccentriche" dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Riv. regolazione mercati*, 2023, n. 2, p. 261; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, 13 e 542 s.; P. GAGGERO, *Significanti del diritto dell'economia e interpretazione*, in *Contr. impr.*, 2023, n. 4, 1034 ss.

⁴ Su cui v. A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, n. 3, 413, nonché, più recentemente, A. SACCO GINEVRI, *Una possibile convergenza fra clima, energia e finanza nell'ultimo libro del prof. Capriglione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, n. 4, 580 ss.; V. TROIANO, *Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG*, *ivi*, p. 587 ss. Per una critica al paradigma ESG (o, per meglio dire, alla sua considerazione in chiave unitaria), v. C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 4, 84; R. LENER – P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, n. 1, 6 ss.

⁵ Cfr. E. MACCHIAVELLO – M. SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green Fintech' and 'Sustainable Digital Finance'*, in *ECFR*, 2022, 128 ss.

⁶ F. CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, n. 3, p. 238. Cfr. altresì M. SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 1, 74 ss.; P. GAGGERO, *Tecnica e metodo: a proposito della regolazione della finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. al n. 4, 219.

La diffusione dei sistemi tecnologicamente avanzati alimenta infatti preoccupazioni che, pur potendosi definire “nuove”⁷, tendono pur sempre alla protezione di interessi per così dire «tradizionali»⁸, che si risolvono, in ultima istanza, nell’esigenza di assicurare la sana e prudente gestione degli operatori e la stabilità del sistema finanziario.

Naturalmente, la portata dei rischi di natura informatica non esaurisce il suo raggio d’azione nel solo ambito finanziario⁹. Più in generale, la pervasività dell’utilizzo di tecnologie digitali in ogni campo delle attività umane, anche non economiche, fa emergere il pericolo di perturbazioni capaci di ledere interessi di rango primario¹⁰. Lo stesso legislatore europeo ne è ben cosciente, come dimostrano le azioni normative in materia di cybersicurezza che si sono susseguite a partire dal 2013¹¹ – anno in cui è stata varata la prima “*Cybersecurity Strategy*”¹², poi rinnovata nel

⁷ Non è nuovissima l’attenzione di regolatori, autorità di vigilanza e organismi internazionali nei confronti dei rischi cibernetici all’interno del settore finanziario. Per una ricostruzione storica, v. A.T. OYEWOLE – C.C. OKOYE – O.C. OFODILE – C.E. UGOCHUKWU, *Cybersecurity risks in online banking: a detailed review and preventing strategies application*, in *World Journal of Advanced Research and Reviews*, 2024, 627.

⁸ Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, V. FALCE (a cura di), Torino, 2021, 5 s.

⁹ C. KOOLEN – K. WUYTS – W. JOOSEN – P. VALCKE, *From insight to compliance: Appropriate technical and organisational security measures through the lens of cybersecurity maturity models*, in *Computer Law & Security Review*, 2024; A. TINA, *Cybersicurezza: integrità dei processi e dei dati*, in *Diritto del Fintech*, M. CIAN E C. SANDEI (a cura di), Padova, 2020, 89 ss.

¹⁰ Cfr. G. SCHNEIDER, *La resilienza operativa digitale come materia di corporate governance: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, 554.

¹¹ Su cui v.: R. BRIGHI – P.G. CHIARA, *La cybersecurity come bene pubblico: alcune riflessioni normative a partire dai recenti sviluppi nel diritto dell’Unione Europea*, in *Federalismi.it*, 2021, n. 21, 23 ss.

¹² Comunicazione congiunta della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Strategia dell’Unione europea per la cybersicurezza: un ciber spazio aperto e sicuro*, del 7 febbraio 2013, JOIN(2013) 1 final, su cui v.: D. MARRANI, *Cybersicurezza e tutela della*

dicembre 2020 – e che hanno condotto all’adozione, tra l’altro, della Direttiva NIS del 2016¹³, del *Cybersecurity Act* del 2019¹⁴ e della Direttiva NIS 2 del 2022¹⁵, nonché, da ultimo, del *Cyber Resilience Act* del 2024¹⁶.

D’altra parte, non è contestabile che, nel comparto finanziario, i rischi di natura informatica assumano una misura più significativa¹⁷, tanto da imporre l’adozione di una mirata regolamentazione settoriale¹⁸. In specie, la diffusione di sistemi TIC e l’elevata concentrazione che spesso caratterizza l’offerta di detti servizi aggrava il pericolo «di veder

riservatezza dei dati personali: le decisioni Breyer e Tele2 Sverige c. Watson della Corte di giustizia UE, in *Dir. UE*, 2017, 796 s.

¹³ Direttiva (UE) 2016/1148 del Parlamento europeo e del Consiglio recante misure per un livello comune elevato di sicurezza delle reti e dei sistemi informativi nell’Unione, recepita nell’ordinamento domestico attraverso il d.lgs. 18 maggio 2018, n. 65 (“decreto legislativo NIS”), in vigore dal 24 giugno 2018. Sul quadro derivante dalla Direttiva NIS, v. D. FAUCEGLIA, *Cybersecurity, competition, contracts and cyber-risk*, in *European Journal of Privacy Law & Technologies*, 2020, 1 ss.

¹⁴ Regolamento (UE) 2019/881 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo all’ENISA, l’Agenzia dell’Unione europea per la cibersecurity, e alla certificazione della cibersecurity per le tecnologie dell’informazione e della comunicazione, e che abroga il regolamento (UE) n. 526/2013, del 17 aprile 2019, entrato in vigore il 27 giugno 2019.

¹⁵ Direttiva (UE) 2022/2555 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, recepita nell’ordinamento domestico attraverso il d.lgs. 4 settembre 2024, n. 138. Per un commento, v. F. CASAROSA – G. COMANDÉ, *Aspettando la NIS2: ovvero il diritto privato della cybersecurity*, in *Dir. inf.*, 2024, 29 ss.

¹⁶ Regolamento (UE) 2024/2847 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, relativo a requisiti orizzontali di cibersecurity per i prodotti con elementi digitali e che modifica i regolamenti (UE) n. 168/2013 e (UE) 2019/1020 e la direttiva (UE) 2020/1828 (regolamento sulla ciberresilienza).

¹⁷ PS. MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2023, n. 2, 280.

¹⁸ Sul coordinamento tra la disciplina sancita nella Direttiva NIS 2 e quella del Regolamento DORA, in termini di rapporto tra disciplina generale e *lex specialis*, v. P. CLAUSMEIER, *Regulation of the European Parliament and the Council on digital operational resilience for the financial sector (DORA)*, in *International Cybersecurity Law Review*, 2023, 82 s.; P.G. CHIARA, *The Cyber Resilience Act: the EU Commission’s proposal for a horizontal regulation on cybersecurity for products with digital elements. An introduction*, in *International Cybersecurity Law Review*, 2022, 255.

compromessa la stabilità del sistema finanziario»¹⁹, in quanto alla vulnerabilità dei sistemi informatici a minacce o perturbazioni²⁰ si associa un possibile “effetto-contagio” tra operatori dei mercati finanziari²¹, anche alla luce delle forti interconnessioni che esistono tra gli stessi²² e della verosimile «omologazione delle logiche di risposta» in caso di attacchi esterni²³.

Il rapporto tra rischi “tecnologici” e rischi sistemici – per cui i primi possono, «se non accuratamente gestiti», tradursi nei secondi²⁴ – è ampiamente analizzato in dottrina²⁵, oltre che negli studi di istituzioni unionali e di organismi internazionali di regolamentazione e normazione. Già nell’aprile del 2020, il *Financial Stability Board* (FSB) evidenziava

¹⁹ F. CAPRIGLIONE, *Le cripto attività*, cit., 238.

²⁰ Sull’incremento dei rischi operativi delle entità finanziarie quale effetto del processo di digitalizzazione, v. M.H. UDDIN – S. MOLLAH – N. ISLAM – M.H. ALI, *Does digital transformation matter for operational risk exposure?*, in *Technological Forecasting & Social Change*, 2023, i quali tra l’altro ricordano che «no technology is free from loopholes (always leaving a door open to cybercriminals), and software glitches or bugs are inevitable in digital operations».

²¹ D. FOÀ, *Gli ecosistemi collaborativi nel diritto bancario e finanziario: l’open finance e il ruolo dell’interoperabilità*, in questa *Rivista*, 2023, suppl. n. 4, 242.

²² M. LANOTTE, *La governance tecnologica degli ecosistemi digitali*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, n. 4, 43.

²³ A. GUACCERO, *Automazione dei processi e dei servizi, imputazione e responsabilità*, in *Diritto del Fintech*, M. CIAN E C. SANDEI (a cura di), Padova, 2020, 63 s.

²⁴ F. CAPRIGLIONE, *Introduzione allo studio del diritto dell’economia*, in *Diritto pubblico dell’economia*, M. PELLEGRINI (a cura di), 2° ed., Milano, 2023, p. 15. Secondo M. VUCINIC – R. LUBRIC, *Fintech, Risk-Based Thinking and Cyber Risk*, in *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2022, n. 2, p. 48, «large cyberattacks pose a real threat to financial stability and the issue is not whether it will happen but rather when it will happen».

²⁵ V. BEVIVINO, *Il rischio sistemico generato dalla FinTech*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, n. 3, 419 ss., spec. 448 s.; K. AVSUVAROVA, *Navigating Digital Transformation: Unpacking the Impact of DORA on the Insurance Landscape*, 2023, reperibile in www.ssrn.com; V. LEMMA, *Digital Euro: is it a further way to financial disintermediation*, in *L. & Econ. Year. Rev.*, 2022, n. 2, 201; T. MAURER – A. NELSON, *The Global Cyber Threat*, 2021, 24, reperibile all’indirizzo <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/03/global-cyber-threat-to-financial-systems-maurer.htm>.

che «*a major cyber incident, if not properly contained, could seriously disrupt financial systems, including critical financial infrastructure, leading to broader financial stability implications*»²⁶; dello stesso segno è poi il recentissimo monito formulato dal *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) nell'ambito del rapporto "*Digitalisation in finance*", pubblicato nel maggio 2024, ove si sottolinea come la digitalizzazione dei servizi finanziari «*may also give rise to broader banking system and financial stability risks*»²⁷.

Ciò considerato, la prevenzione dei rischi "cyber" si impone nell'agenda di istituzioni e autorità del settore finanziario, chiamate ad assumere iniziative che presuppongono il bilanciamento, non sempre agevole, di esigenze contrapposte²⁸. Occorre, in particolare, trovare un adeguato equilibrio tra innovazione e sicurezza, affinché l'apparato regolatorio non pregiudichi la possibilità per gli operatori finanziari di sperimentare sistemi all'avanguardia²⁹ e promuova la ricerca di soluzioni più efficienti senza, peraltro, mettere in pericolo la loro operatività e, quel che maggiormente preoccupa, la stabilità sistemica. Ancora, appare doveroso coniugare la robustezza delle regole la sostenibilità dei costi legati alla *compliance*³⁰, specie per le entità di più modeste dimensioni.

²⁶ FSB, *Effective Practices for Cyber Incident Response and Recovery - Consultative Document*, 20 aprile 2020, reperibile al link <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P200420-1.pdf>.

²⁷ BCBS, *Digitalisation in finance*, maggio 2024, par. 4.5.

²⁸ A. PERRAZZELLI, *Cyber sicurezza: una continua sfida per l'economia e per la società*, il 10 febbraio 2023.

²⁹ Si v., al riguardo, le considerazioni formulate da G. CAPUTI, *Regolazione e supervisione finanziaria nell'era digitale: la disciplina degli strumenti finanziari in forma digitale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. al n. 4, 109, ove si descrive l'approccio europeo in materia di regolamentazione dei rischi digitali in campo finanziario come la risultante di «una dimensione per molti aspetti intermedia», che punta a una mediazione tra le istanze di promozione dell'innovazione e quelle relative alla tutela di interessi generali, e che si fonda sulla «individuazione di norme fondamentali, dalle quali poi far discendere, con una sorta di processo deduttivo, i diversi livelli della regolazione».

³⁰ T. AMMAN – I. SYED – V. SANCHEZ, *Exploring Operational Resilience in Financial Services – The Effects of DORA on Risk and Regulation in Top 3 Financial Markets*, in *Computer Law Review International*, 2023, n. 2, 44.

Il proposito di questo studio è, dunque, quello di esaminare le principali azioni intraprese, in materia, dal regolatore europeo, allo scopo di valutarne l'adeguatezza rispetto agli obiettivi di resilienza digitale e di stabilità del sistema finanziario e di evidenziare eventuali criticità.

2. *Prevenzione e gestione dei rischi informatici nel quadro normativo europeo: il Regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA)*

La strategia europea dedicata alla prevenzione dei rischi informatici nel campo finanziario ha vissuto un deciso punto di svolta con l'adozione del Pacchetto sulla finanza digitale del 2020³¹, nell'ambito del quale sono state presentate tre importanti proposte normative "verticali" destinate a incidere in modo significativo sulla regolamentazione dei mercati finanziari all'interno dell'Unione³². Così, accanto al *MiCAR*³³ e al *DLT Pilot Regime*³⁴, si è giunti all'adozione di un Regolamento relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (c.d. *Digital Operational Resilience Act*, di qui in avanti: "Regolamento DORA")³⁵, approvato nel

³¹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, del 24 settembre 2020, COM (2020) 591 *final*, su cui v. *ex multis* M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, suppl. al n. 3, 197 s.; V. TROIANO, *Moneta elettronica e token utilizzabili come mezzo di pagamento tra MiCAR, proposta di PSD3 e adattamento dell'ordinamento interno*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. al n. 4, 151 s.

³² A. DAVOLA, *Innovazione tecnologica e disciplina del mercato finanziario*, in *Diritto pubblico dell'economia*, cit., 368 ss.

³³ Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

³⁴ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE.

³⁵ Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che

dicembre 2022 e prossimo a diventare vincolante³⁶, che predispone un quadro normativo completo e armonizzato finalizzato al «conseguimento di un elevato livello di resilienza operativa digitale per le entità finanziarie»³⁷.

Attraverso tale iniziativa, il legislatore europeo si propone come “*influencer* normativo” nel settore della finanza digitale³⁸, intendendo porre «le basi perché l’Europa possa definire le norme in questo settore a livello mondiale»³⁹ allo scopo di prevenire situazioni di instabilità⁴⁰, attraverso una «solida disciplina dei rischi»⁴¹ volta a configurare un meccanismo di «difesa proattiva» contro i pericoli derivanti dall’uso intensivo della tecnologia nel campo finanziario⁴².

La disciplina sancita nel Regolamento DORA si fonda su quattro “pilastri”, esplicitati all’interno del primo paragrafo dell’art. 1, ovvero sulla predisposizione di: a) obblighi applicabili alle entità finanziarie in

modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

³⁶ Le disposizioni sancite nel Regolamento DORA saranno vincolanti a partire dal 17 gennaio 2025.

³⁷ Considerando n. 105 del Regolamento DORA.

³⁸ Si intende riprendere un’espressione formulata da D. DI SABATO nella relazione tenuta in occasione del Seminario giuridico su “*I diritti nelle piattaforme*”, che si è svolto presso l’Università degli Studi di Napoli “Federico II” il 14 maggio 2024.

³⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicato stampa “*Pacchetto per la finanza digitale: la Commissione definisce un nuovo ambizioso approccio per incoraggiare l’innovazione responsabile a beneficio dei consumatori e delle imprese*”, del 24 settembre 2020, reperibile all’indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/it/ip_20_1684/IP_20_1684_IT.pdf.

⁴⁰ Il perseguimento di un «obiettivo di prevenzione» da parte del legislatore europeo – da cui discende la «istituzione di un quadro normativo in cui obblighi e doveri vengono graduati e adattati al concreto rischio connesso alle attività poste in essere» – è enfatizzato da M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla Comunicazione Banca d’Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, terzo suppl. al n. 1, 120 s.

⁴¹ V. TROIANO, *Moneta elettronica*, cit., 152.

⁴² V. LEMMA, *Quali controlli per le valute virtuali?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, terzo suppl. al n. 1, 72.

materia di gestione dei rischi correlati all'utilizzo di sistemi TIC (concernenti, tra l'altro, la segnalazione alle autorità competenti degli incidenti gravi connessi alle TIC e la notifica, su base volontaria, delle minacce informatiche significative; la segnalazione alle autorità competenti di gravi incidenti operativi o relativi alla sicurezza dei pagamenti, la tenuta di *test* di resilienza operativa digitale; la condivisione di dati e di informazioni in relazione alle vulnerabilità e alle minacce informatiche; e l'adozione di misure relative alla solida gestione dei rischi informatici derivanti da terzi); *b*) obblighi relativi agli accordi contrattuali stipulati tra entità finanziarie e fornitori terzi di servizi TIC; *c*) norme per l'istituzione e l'attuazione di un quadro di sorveglianza per i fornitori terzi di servizi TIC individuati come "critici" per il settore finanziario; *d*) norme sulla cooperazione tra le autorità competenti.

Affatto singolare – e senz'altro condivisibile⁴³ – risulta l'ampiezza del campo di applicazione del Regolamento⁴⁴. Esso, infatti, è applicabile sia nei confronti delle cc.dd. «entità finanziarie»⁴⁵, locuzione con la quale viene ricompresa la quasi totalità dei soggetti partecipanti al sistema

⁴³ Così come autorevolmente sostenuto, di recente, da A. SCIARRONE ALIBRANDI nella sua relazione conclusiva al X Convegno associativo ADDE "Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia", tenutosi a Roma nei giorni 15 e 16 novembre 2024.

⁴⁴ G. BARBARA, *La cybersecurity*, cit., in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, 508.

⁴⁵ L'elenco contenuto nell'art. 2, par. 1, lett. da a) a t), del Regolamento DORA, tenuto conto delle esclusioni di cui al par. 3 del medesimo articolo, è particolarmente ampio e comprende: enti creditizi, istituti di pagamento (IP), prestatori di servizi di informazione sui conti, istituti di moneta elettronica (IMEL), imprese di investimento, fornitori di servizi per cripto-attività di cui al Regolamento *MiCAR*, depositari centrali di titoli, controparti centrali, sedi di negoziazioni, repertori di dati sulle negoziazioni, gestori di *FIA* (ad eccezione dei soggetti di cui all'art. 3, par. 2, della direttiva 2011/61/UE), società di gestione del risparmio, fornitori di servizi di comunicazione dati, imprese di assicurazione e riassicurazione (escluse quelle di cui all'art. 4 della direttiva 2009/138/UE), intermediari assicurativi, intermediari riassicurativi e intermediari assicurativi a titolo accessorio (eccetto micro imprese e PMI), enti pensionistici aziendali o professionali, agenzie di rating creditizio, amministratori di indici di riferimento critici, fornitori di servizi di *crowdfunding* e repertori di dati sulle cartolarizzazioni.

finanziario⁴⁶, sia ad alcuni «fornitori terzi di servizi TIC»⁴⁷, formalmente estranei al settore finanziario, ma suscettibili in determinate circostanze di essere assoggettati a una inedita forma di sorveglianza diretta da parte delle autorità di vigilanza europee.

L'opzione sostanzialmente omnicomprensiva adottata dal legislatore europeo si giustifica in ragione della trasversalità dei rischi cibernetici⁴⁸, che rende necessario il contributo di tutti – operatori, fornitori critici di servizi informatici e autorità pubbliche – ai fini del conseguimento della resilienza operativa digitale a livello sistemico. Non può sottacersi, peraltro, come la stessa scelta della fonte normativa rifletta la volontà di predisporre un quadro normativo omogeneo⁴⁹, orientato a rimuovere ogni ostacolo al funzionamento del mercato interno, accrescere la fiducia verso i mercati finanziari e assicurare condizioni paritarie per le imprese localizzate all'interno dell'Unione, superando «le disparità legislative e le disomogeneità degli approcci normativi o di vigilanza» allo stato esistenti tra Stati membri⁵⁰, sì da evitare carenze o sovrapposizioni negli oneri in

⁴⁶ F. CAPRIGLIONE – M. SEPE, *Supervisione e tipologia dei controlli pubblici*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., 203; A. DAVOLA, *op. cit.*, p. 369; V. FALCE, *Data strategy e finanza digitale. Il caso della “consulenza automatizzata”*, in *Riv. assicurazioni*, 2022, n. 4, 438.

⁴⁷ Art. 2, par. 1, lett. u, del Regolamento DORA.

⁴⁸ Cfr. M. SEPE, *Innovazione digitale, tra rischi di deriva algoritmica e possibili rimedi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. al n. 4, 237.

⁴⁹ Come auspicato da V. LEMMA, *Quali controlli*, cit., 73. In argomento v. altresì A. NEUMANNOVÁ – E.W.N. BERNROIDER – C. ELSHUBER, *The Digital Operational Resilience Act for Financial Services: A Comparative Gap Analysis and Literature Review*, in *Information Systems*, M. PAPADAKI, P.R. DA CUNHA, M. THEMISTOCLEOUS E K. CHRISTODOULOU (a cura di), atti della *19th European, Mediterranean and Middle Eastern Conference*, tenutasi in modalità telematica nei giorni 21 e 22 dicembre 2022, 2023, 570.

⁵⁰ Considerando n. 9 del Regolamento DORA. In dottrina, tale interpretazione è supportata da M. RABITTI – S. SANDULLI, *L'assicurabilità del rischio cibernetico*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, 543; G. BARBARA, *La cybersecurity: minacce, evoluzione normativa, corporate governance e nuove prospettive*, *ivi*, 508. Un invito all'armonizzazione delle regole in materia di *cybersecurity* e gestione del *TechRisk* nel settore finanziario era stato formulato anche da R. BUCKLEY – D. ARNER – D. ZETZSCHE – E. SELGA, *The Dark Side of Digital Financial Transformation: The New Risks of FinTech and the Rise of TechRisk*, in *EBI Working Paper Series*, 2019, n. 54.

materia di cybersicurezza posti in capo alle entità finanziarie da atti settoriali.

D'altro canto, gli ambiziosi obiettivi del Regolamento⁵¹ sono perseguiti mediante un approccio rispettoso del principio di proporzionalità⁵², che – tenendo conto che solo gli operatori di non modeste dimensioni dispongono delle risorse necessarie, tra le altre cose, a stabilire complessi meccanismi di *governance* in materia di prevenzione e gestione dei rischi cibernetici ovvero a predisporre test avanzati di resilienza operativa digitale di tipo *TLPT (Threat-Led Penetration Testing)*⁵³ – risulta orientato ad assicurare, in concreto, un *level playing field* per le entità finanziarie operanti all'interno dell'Unione⁵⁴.

3. Resilienza operativa digitale e corporate governance delle entità finanziarie

La disciplina approntata nel Regolamento DORA include norme destinate a incidere sui due livelli, distinti ma complementari, della *corporate governance* e della vigilanza⁵⁵.

Quanto al primo profilo, l'impianto regolatorio mira ad assicurare la stabilità del settore finanziario mediante un approccio micro-prudenziale, focalizzato sulla gestione efficace e prudente dei rischi informatici da parte degli operatori⁵⁶. L'obiettivo perseguito è, in sintesi, il «pieno controllo»

⁵¹ M. RABITTI – S. SANDULLI, *op. cit.*, 544.

⁵² Art. 4 del Regolamento DORA.

⁵³ Considerando n. 38 del Regolamento DORA.

⁵⁴ Come osservato da R. MASERA, *La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell'UE: problemi e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, n. 1, 81, in ambito bancario, un approccio regolatorio di tipo *one-size-fits-all*, che non tenga adeguatamente conto del principio di proporzionalità, è suscettibile di distorcere le condizioni di *level playing field* a danno delle entità di minori dimensioni.

⁵⁵ G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 562.

⁵⁶ E. KUN, *Challenges in regulating cloud service providers in EU financial regulation: From operational to systemic risks, and examining challenges of the new oversight regime for critical cloud service providers under the Digital Operational Resilience Act*, in *Computer Law & Security Review*, 2024, 8.

su tutti i pertinenti rischi tecnologici⁵⁷, compresi quelli riconnessi all'attività di terzi fornitori di sistemi TIC, finalizzato all'acquisizione di un elevato grado di resilienza operativa individuale.

Il legislatore europeo sembra, così, intenzionato a rispettare le priorità indicate nello *statement* del *G7 Cyber Expert Group* a proposito dei *Fundamental elements of cybersecurity in the financial sector*⁵⁸ e, soprattutto, a dar seguito alle indicazioni provenienti dal *Joint ESA Advice* del 10 aprile 2019⁵⁹, ove si sottolinea che «*every relevant entity should effectively manage ICT risk, including cybersecurity risk, with appropriate governance, operational and control measures in place*».

L'attenzione, dunque, è rivolta anzitutto al profilo dell'organizzazione interna delle entità finanziarie⁶⁰, tenute a predisporre meccanismi di *governance* atti a garantire una gestione «efficace e prudente» di tutti i rischi informatici⁶¹. Al riguardo, non sorprende la scelta di affidare all'organo di gestione⁶² dell'entità finanziaria il compito di definire e

⁵⁷ Considerando n. 21 del Regolamento DORA.

⁵⁸ Reperibile al link https://finance.ec.europa.eu/publications/g7-fundamental-elements-cybersecurity-financial-sector_en.

⁵⁹ *Joint Advice of the European Supervisory Authorities on the need for legislative improvements relating to ICT risk management requirements in the EU financial sector* del 10 aprile 2019 (JC 2019 26).

⁶⁰ Più in generale, su tale approccio, v. F. CAPRIGLIONE – A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014, 72 ss.; K. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, in *Law Working Paper*, n. 207, 2013, 33; A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, spec. 85 ss. e 291 ss. Cfr. – anche per rilievi critici circa l'aprioristica identificazione di un nesso logico tra «l'inefficienza dei modelli di governance ed il verificarsi di stati di dissesto degli enti bancari» – D. ROSSANO, *Corporate governance e regolazione delle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, secondo suppl. al n. 4, 66 s.

⁶¹ Art. 5, par. 1, del Regolamento DORA.

⁶² Con specifico riferimento alle imprese bancarie, la ripartizione di competenze in materia di gestione di rischi informatici tra organo con funzione di supervisione strategica, organo con funzione di gestione e funzioni aziendali è esaminata da A. CARDANI – I. GIRARDI, *Impresa bancaria ed esternalizzazione di servizi tecnologici*, in *Orizzonti*, 2024, n. 2, 601 ss.; E.R. RESTELLI, «*Trasformazione digitale*» e assetti organizzativi nell'impresa bancaria, in questa *Rivista*, 2024, n. 3, 707 ss.

approvare l'attuazione di tutte le disposizioni concernenti il «quadro per la gestione dei rischi informatici»⁶³ – da riesaminare con periodicità almeno annuale (nonché in occasione di gravi incidenti e in seguito a indicazioni ricevute dalle autorità di vigilanza competenti)⁶⁴ e sottoporre periodicamente a verifiche di *audit* interne –, che comprende la strategia di resilienza operativa digitale dell'intermediario⁶⁵ e conseguentemente di addossare allo stesso la «responsabilità finale» per la gestione dei suddetti rischi⁶⁶. La competenza (e le relative responsabilità) dell'organo gestorio si estendono, poi, alla gestione dei rischi informatici derivanti da terzi⁶⁷, e si traduce tra l'altro nel dovere di elaborare – e riesaminare annualmente – una politica relativa agli accordi contrattuali con i fornitori di servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti dell'entità finanziaria⁶⁸.

⁶³ Art. 5, par. 2, co. 1, del Regolamento DORA. Il quadro per la gestione dei rischi informatici, puntualmente disciplinato ai sensi dell'art. 6 del Regolamento *de quo*, deve risultare «solido, esaustivo e adeguatamente documentato», sì da consentire all'entità finanziaria di «affrontare i rischi informatici in maniera rapida, efficiente ed esaustiva, assicurando un elevato livello di resilienza operativa digitale».

⁶⁴ Art. 6, par. 5, del Regolamento DORA. L'aggiornamento del quadro per la gestione dei rischi informatici è inoltre dovuto quando il possibile miglioramento sia reso manifesto alla luce «degli insegnamenti tratti dall'attuazione e dal monitoraggio» dello stesso.

⁶⁵ Art. 6, par. 8, del Regolamento DORA. In tale contesto appare determinante l'adozione di politiche e procedure di *backup* e di ripristino e recupero dei sistemi, indispensabili ad assicurare – per quanto possibile – la continuità nella prestazione dei servizi, riducendo al minimo le interruzioni e le perdite di dati.

⁶⁶ Art. 5, par. 2, co. 2, lett. a), del Regolamento DORA.

⁶⁷ Secondo quanto stabilito negli artt. 28 ss. del Regolamento DORA. Con specifico riferimento alle imprese operanti nel settore assicurativo, vale il richiamo allo schema di *Aspettative di vigilanza in materia di esternalizzazione* pubblicato dall'IVASS il 13 novembre 2024, spec. par. 3, ove si pone particolare enfasi sulla necessità che l'organo amministrativo dell'ente sia «costantemente coinvolto nel controllo e nel monitoraggio della gestione dei rischi informatici» derivanti da terzi, sì da avere «piena consapevolezza», tra le altre cose, del grado di dipendenza dell'impresa da *provider* esterni di servizi TIC e dei relativi rischi.

⁶⁸ Come precisato nel Considerando n. 6 della proposta di Regolamento delegato della Commissione europea che integra il Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano il contenuto dettagliato della politica relativa agli accordi contrattuali per

Come la dottrina non ha mancato di sottolineare, l'adozione da parte dell'organo di gestione (con funzione di supervisione strategica⁶⁹) di sistemi informatici adeguati costituisce, per gli enti creditizi e gli altri operatori soggetti alla disciplina della CRD, «applicazione particolare del dovere generale di predisporre “solidi dispositivi di *governance*”»⁷⁰, di cui all'art. 74, par. 1, CRD⁷¹, nonché, per tutte le entità finanziarie, interpretazione “evolutiva” della clausola dell'adeguatezza degli assetti «alla natura e alle dimensioni dell'impresa»⁷², di cui gli artt. 2381 c.c. e 2086 c.c. Vieppiù, si ritiene pacificamente che la corretta gestione dei rischi di natura tecnologica concorra al rispetto del principio della sana e prudente gestione, che dev'essere considerato (non soltanto come finalità della vigilanza, ma altresì) alla stregua di canone di condotta delle entità finanziarie⁷³.

l'utilizzo di servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti prestati da fornitori terzi di servizi TIC, C(2024) 1531 final, del 13 marzo 2024, il principio guida sancito nel Regolamento DORA secondo cui l'organo di gestione ha la «responsabilità finale» nell'affrontare i rischi informatici dell'entità finanziaria trova applicazione anche nell'ipotesi in cui l'intermediario si avvalga di fornitori terzi di servizi TIC; in tale contesto, la responsabilità in parola si traduce «nel costante coinvolgimento dell'organo di gestione nel controllo e nel monitoraggio della gestione dei rischi informatici».

⁶⁹ Cfr. A. MIRONI, *Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa società*, 2017, n. 1, 57.

⁷⁰ E.R. RESTELLI, “*Trasformazione digitale*” e assetti organizzativi nell'impresa finanziaria, relazione al XV Convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, tenutosi a Roma nei giorni 23-24 febbraio 2024, 11.

⁷¹ *Orientamenti EBA sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione*, del 28 novembre 2019 (EBA/GL/2019/04), punti nn. 5 e 6. In dottrina, v. R. LENER, *Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 1, 210.

⁷² G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 569; in termini simili, D. PIVA, *Cybersecurity e corporate governance tra valutazioni top-down e tecniche bottom-up*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, 529. Il dibattito sui rischi tecnologici possano «cambiare i doveri del CdA o riflettersi sulle regole di organizzazione degli intermediari» è affrontato anche da M. RABITTI, *op. cit.*, 131.

⁷³ M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di),

Nella definizione degli obblighi in materia di gestione dei rischi TIC pare, infine, potersi scorgere una ulteriore manifestazione del processo, ormai consolidato nella regolamentazione dei mercati finanziari, di «normativizzazione» di regole di buona condotta formulate nel contesto delle scienze aziendalistiche⁷⁴, spesso già declinate all'interno di precetti di *soft regulation*⁷⁵ e di *standard* di certificazione⁷⁶, ovvero – per quanto in questa sede non sia possibile nemmeno accennare a un tema così vasto – di canoni di comportamento socialmente responsabile rientranti nel prisma della c.d. *Corporate Digital Responsibility*⁷⁷. Un esempio significativo della prassi in discorso è rappresentato dall'introduzione dell'obbligo di testare sicurezza e resilienza dei sistemi informatici, calibrato secondo proporzionalità in funzione delle dimensioni dell'entità finanziaria. Il legislatore europeo ha infatti recepito, rendendole vincolanti per tutta l'Unione, metodologie e *best practices* che avevano trovato già

Padova, 2022, 72; F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel c.d.a.? (Note a margine di un convegno sull'isola di Capri)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. al n. 1, 334.

⁷⁴ R. LENER – P. LUCANTONI, *op cit.*, 13. Sul crescente «processo di giuridificazione» derivante dal progredire della società industriale (e, oggi, della società della digitalizzazione), valga un richiamo alle riflessioni di N. IRTI, *Leggi speciali (dal mono-sistema al poli-sistema)*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, 141 ss., oggi in ID., *L'età della decodificazione*, IV ed., Milano, 1999, 126.

⁷⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., 30 s.

⁷⁶ A. NEUMANNOVÁ – E.W.N. BERNROIDER – C. ELSHUBER, *op. cit.*, 571, sottolineano come lo *standard* ISO 27001:2013 abbia costituito «a *baseline for DORA's requirements*».

⁷⁷ Su cui v. D. FOÀ, *Corporate social*, cit., 64 ss.; D. WAGNER – M. TAKIEL – P. DABROWSKI, *The Paradigm of Corporate Digital Responsibility and Challenges to Its Implementation in a Law Firm*, 2023, 2, disponibile su www.ssrn.com; F. MÖSLEIN, *Intelligenza artificiale e Corporate Digital Responsibility: gli sviluppi europei*, in *Diritto Societario, Digitalizzazione e Intelligenza Artificiale*, N. ABRIANI e R. COSTI (a cura di), Milano, 2023, 261 ss.; L. LOBSCHAT – B. MUELLER – F. EGGERS – L. BRANDIMARTE – S. DIEFENBACH – M. KROSCHKE – J. WIRTZ, *Corporate digital responsibility*, in *Journal of Business Research*, 2021, 875 ss.; M. WADE, *Corporate Responsibility in the Digital Era*, in *MIT Sloan Management Review*, 28 aprile 2020, reperibile all'indirizzo <https://sloanreview.mit.edu/article/corporate-responsibility-in-the-digital-era/>.

formalizzazione in pregresse esperienze promosse dalle autorità di settore: è il caso, in particolare, del *framework* TIBER-EU (declinato, in Italia, nella guida TIBER-IT), relativo alla conduzione su base volontaria di test avanzati di sicurezza cibernetica armonizzati a livello europeo, che le autorità di vigilanza domestiche avevano già congiuntamente raccomandato ai fini dell'applicazione facoltativa da parte dei soggetti operanti nei mercati finanziari⁷⁸.

4. *Asimmetrie negoziali, dipendenza tecnologica e conformazione del contratto nel mercato dei servizi TIC per il settore finanziario*

Uno dei principali fattori di vulnerabilità del sistema finanziario è rappresentato dallo stato di «dipendenza» in cui versano gli intermediari nei confronti dei servizi TIC e, conseguentemente, di taluni fornitori dei suddetti servizi⁷⁹. Ciò discende principalmente dalla conformazione altamente concentrata – se non propriamente oligopolistica⁸⁰ – che sovente tendono ad assumere i mercati delle TIC⁸¹, oltre che, naturalmente, dalla pervasività delle tecnologie informatiche a supporto di funzioni essenziali o importanti delle entità finanziarie⁸².

⁷⁸ L. CANNARI, *La resilienza cibernetica del sistema finanziario italiano: il ruolo dei test TIBER-IT*, relazione tenuta presso la Banca d'Italia (sede di Milano), il 13 ottobre 2022, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2022/Cannari_13.10.2022.pdf.

⁷⁹ Considerando n. 27 del Regolamento DORA.

⁸⁰ S.A. CERRATO – F. CULASSO – E. CROCCO, “Handle with care”. *Per una governance dell'intelligenza artificiale nell'impresa: rischi, tecniche di gestione, assetti cibernetici*, in *Riv. soc.*, 2023, n. 2-3, 391 s.

⁸¹ BCBS, *Digitalisation in finance*, maggio 2024, par. 4.5, ove si citano – tra i fattori di rischio sistemico *cyber-related* – i «concentration risks», ad esempio nel mercato dei servizi di *cloud*. Sul rischio di concentrazione dell'offerta di servizi ITC, colpevole (tra l'altro) di determinare la diffusione di un numero limitato di soluzioni IT per le imprese operanti nel settore finanziario, v. E.R. RESTELLI, “*Trasformazione digitale*” e assetti organizzativi nell'impresa bancaria, cit., 703.

⁸² N. CASALINO, *La digitalizzazione del settore finanziario*, in *Diritto pubblico dell'economia*, cit., 341 s.

La condizione di asimmetria contrattuale che caratterizza il rapporto tra le entità finanziarie (specie se di modeste dimensioni) e i fornitori di servizi informatici⁸³ determina la difficoltà «nel negoziare condizioni contrattuali che siano conformi a norme prudenziali o ad altri requisiti normativi»⁸⁴, anche in punto di tracciamento e verifica dei processi di subappalto eventualmente previsti nella fornitura dei servizi TIC, ovvero nell'ottenere prestazioni che presentino un grado di personalizzazione sufficiente «a soddisfare le esigenze individuali o specifiche dei soggetti del settore finanziario» e dei relativi clienti⁸⁵.

Detto squilibrio risulta peraltro aggravato dalla complessità tecnica dei servizi informatici adoperati – che talvolta impedisce *de facto* all'entità finanziaria il puntuale monitoraggio delle tecnologie utilizzate e la relativa valutazione in punto di qualità e di sicurezza⁸⁶, anche quando il relativo diritto sia contrattualmente previsto⁸⁷ – e dalle difficoltà riscontrate dalle entità finanziarie nell'affrontare processi di migrazione da sistemi *legacy* verso soluzioni informatiche fornite da terzi⁸⁸.

Muovendo da tali premesse, è stabilito in capo alle entità finanziarie l'obbligo di adottare misure idonee a prevenire il c.d. «rischio di concentrazione delle TIC» a livello di entità⁸⁹, il che impone, *in primis*, la definizione di una «strategia basata su una varietà di fornitori»⁹⁰ e l'obbligo di svolgere un'attenta analisi prima di stipulare qualsiasi accordo che abbia ad oggetto servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti⁹¹. Tra

⁸³ A. CARDANI – I. GIRARDI, *op. cit.*, p. 624; G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 557.

⁸⁴ Considerando n. 28 del Regolamento DORA.

⁸⁵ Considerando n. 28 del Regolamento DORA.

⁸⁶ G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 561.

⁸⁷ Cfr. il Considerando n. 28 del Regolamento DORA, in cui si evidenziano le difficoltà sperimentate dalle entità finanziarie nell'esercitare il diritto di accesso e di *audit* nei confronti dei fornitori di

⁸⁸ Su cui v. E. BECCALLI – V. MASSIAH, *Gestione bancaria avanzata*, Milano, 2023, 76 s.

⁸⁹ Art. 28, par. 4, lett. c), del Regolamento DORA.

⁹⁰ Art. 28, par. 2, del Regolamento DORA. L'obbligo, posto in capo all'organo di gestione dell'entità finanziaria, implica altresì il riesame periodico della strategia *de quo*.

⁹¹ Art. 29 del Regolamento DORA.

gli accertamenti preliminari che l'entità finanziaria è tenuta ad eseguire, occorre in particolare valutare se il fornitore sia o meno «facilmente sostituibile» e se la conclusione del contratto possa rafforzare la concentrazione a livello di entità a causa della presenza di altri accordi con il medesimo soggetto (o con fornitori a quest'ultimo strettamente connessi). Il processo si completa con un'approfondita e ben formalizzata *due diligence* da condurre sul *provider*⁹², che tiene conto (addirittura) di elementi ascrivibili alla dimensione della *corporate social responsibility* del fornitore⁹³, a seguito della quale l'entità finanziaria seleziona il fornitore e provvede, nel caso, all'annotazione dell'accordo contrattuale in un apposito registro⁹⁴, consultabile anche dalle autorità di vigilanza⁹⁵.

⁹² Gli elementi del processo di dovuta diligenza che le entità finanziarie devono porre in essere ai fini della selezione dei fornitori terzi di servizi TIC con cui stipulare accordi contrattuali sono indicati nell'art. 6 della proposta di Regolamento delegato della Commissione europea che integra il Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano il contenuto dettagliato della politica relativa agli accordi contrattuali per l'utilizzo di servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti prestati da fornitori terzi di servizi TIC, C(2024) 1531 final, del 13 marzo 2024. Al riguardo, devono essere presi in considerazione, tra l'altro, valutazioni relative: alla reputazione commerciale e al possesso di risorse umane, finanziarie e tecniche adeguate da parte del fornitore; alla capacità del fornitore di monitorare gli sviluppi tecnologici pertinenti e le *best practices* in materia di sicurezza delle TIC; al ricorso, da parte del fornitore, a subappaltatori per l'esecuzione delle funzioni eventualmente affidategli; all'ubicazione della sede (entro o al di fuori dell'Unione) del fornitore, nonché al luogo in cui lo stesso conserva i dati; alla previsione della possibilità, per l'entità finanziaria, di effettuare *audit* presso il fornitore terzo, da esplicitare all'interno degli accordi contrattuali; alla circostanza che il fornitore agisca «in modo etico e socialmente responsabile», rispettando in particolare i diritti umani e l'ambiente.

⁹³ Ai sensi dell'art. 6, par. 1, lett. f), della citata proposta di Regolamento delegato della Commissione C(2024) 1531 final, del 13 marzo 2024, l'entità finanziaria è tenuta a verificare che il fornitore TIC agisca «in modo etico e socialmente responsabile», nel rispetto dei diritti umani e dell'ambiente. In dottrina, v. P. DE GIOIA CARABALLESE, *I contratti di esternalizzazione dei soggetti vigilati: normativa; potere sanzionatorio delle autorità. Il provvedimento EBA in tema di outsourcing bancario nella filosofia del Single Supervisory Mechanism*, in *Contr. impr.*, 2019, n. 3, 1045.

⁹⁴ Art. 28, par. 3, co. 1, del Regolamento DORA.

⁹⁵ P. CLAUSMEIER, *op. cit.*, 84.

I potenziali effetti distorsivi dell'asimmetria negoziale sono poi contrastati mediante un'individuazione di un catalogo di "diritti contrattuali di base"⁹⁶ relativi all'esecuzione e alla risoluzione degli accordi con i fornitori di servizi TIC. L'intento perseguito attraverso questa forma di «condizionamento» del contratto⁹⁷ – che rende verosimilmente doverosa, in prospettiva di *compliance* agli obblighi sanciti nel Regolamento DORA, la rinegoziazione degli accordi in essere, oltre che, in futuro, la riformulazione degli schemi contrattuali standardizzati sino ad ora utilizzati⁹⁸ – è quello di fornire alcune garanzie minime per rafforzare la capacità degli intermediari di «monitorare efficacemente tutti i rischi informatici che insorgano a livello di fornitori di servizi terzi»⁹⁹, nonché di rendere meno "traumatica" possibile, in termini sia di costi sia di continuità del servizio, la gestione dell'eventuale transizione verso sistemi TIC più evoluti e/o comunque forniti da operatori differenti. Vieppiù, la chiara previsione di un diritto di *exit* in favore dell'entità finanziaria è suscettibile di rappresentare uno strumento di «minaccia» nei confronti degli *outsourcer* di servizi informatici, volto a mitigare la situazione di asimmetria di potere esistente tra le parti¹⁰⁰; ciò, evidentemente, nella prospettiva (non già della mera protezione dell'entità finanziaria, parte "debole" del rapporto contrattuale, bensì) della regolazione del comparto

⁹⁶ Cfr. F. SARTORI, «*Impresa, mercati e tutela civile*»: note introduttive, in questa *Rivista*, 2020, 4, il quale mette in evidenza come, nei settori c.d. regolati, «il contratto insomma non è più un ordinamento autonomo, un affare privato alla luce delle conseguenze di sistema (le "esternalità") che è idoneo a produrre», giacché «la predisposizione di clausole contrattuali eteronome dal valore precettivo diventa una raffinata tecnica normativa che caratterizza l'intervento autoritativo nel mercato».

⁹⁷ Cfr. S. AMOROSINO, *Le Autorità indipendenti "economiche" ed il prisma delle conformazioni dei contratti*, in questa *Rivista*, 2024, n. 2, 255. Come evidenziato da M. ORLANDI, *Autonomia privata e autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, G. GITTI (a cura di), Bologna, 2006, 82 s., non è possibile ravvisare fenomeni di "eteronormazione" del contratto allorquando non si verifichi l'inserimento «automatico» di clausole previste dalla legge (o da pubbliche autorità), bensì la mera «imposizione di un obbligo suscettibile di adempimento o inadempimento».

⁹⁸ T. AMMAN – I. SYED – V. SANCHEZ, *op. cit.*, 44.

⁹⁹ Considerando n. 29 del Regolamento DORA.

¹⁰⁰ A. CARDANI – I. GIRARDI, *op. cit.*, 622.

dei servizi TIC e, più in generale, del perseguimento dell'obiettivo della stabilità del mercato finanziario¹⁰¹.

L'impostazione descritta si conforma a quella già adottata nell'ambito delle fonti di *soft law* emanate dalle ESAs in materia di esternalizzazione di servizi informatici¹⁰²; nondimeno, l'opzione prescelta risulta coerente con il quadro normativo sancito nell'art. 16, par. 5, co. 1, della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che, come si sa, impone alle imprese di investimento che affidano a un terzo l'esecuzione di funzioni operative essenziali al fine della prestazione di un servizio continuo e soddisfacente ai clienti e dell'esercizio continuo e soddisfacente di attività di investimento l'obbligo di adottare «misure ragionevoli per evitare un indebito aggravamento del rischio operativo»¹⁰³.

¹⁰¹ Cfr. A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, n. 5, 540.

¹⁰² Si fa riferimento, in particolare, agli *Orientamenti in materia di esternalizzazione* emanati dall'EBA il 25 febbraio 2019 (EBA/GL/2019/02), nonché alle linee guida in materia di *outsourcing* emanate nel 2020 da EIOPA ed ESMA, riferite tuttavia in modo specifico ai servizi di *cloud*: EIOPA, *Orientamenti in materia di esternalizzazione a fornitori di servizi cloud*, 6 febbraio 2020 (EIOPA-BoS-20-002); ESMA, *Guidelines on outsourcing to cloud service providers*, 18 dicembre 2020 (ESMA50-157-2403). Sul tema dell'*outsourcing*, v. A. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, V. FALCE e G. FINOCCHIARO (a cura di), Bologna, 2019, p. 205 ss.; M. SEPE, *Prestazione frazionata, rapporti tra imprese e vigilanza nelle nuove filiere di valore dell'industria finanziaria*, in *Contratti, mercati e regolazioni, tra economia, diritto e tecnologie emergenti*, a cura di M. Sepe e G. Mazzei, Bologna, 2021, e in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, R. LENER, G. LUCHENA e C. ROBUSTELLA (a cura di), Torino, 2020.

¹⁰³ In ambito nazionale, invece, un analogo dovere era previsto dall'art. 19 del *Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*.

5. (Segue) *Squilibrio negoziale e competenze tech dell'organo di gestione.*

Sussistono ben pochi dubbi circa l'opportunità che l'organo di gestione – e, più in generale, l'intero “capitale umano” su cui l'impresa finanziaria può contare¹⁰⁴ – sia provvisto di conoscenze e competenze idonee a consentire l'assunzione di scelte strategiche consapevoli in campo tecnologico¹⁰⁵, anche in relazione alla selezione dei fornitori dei servizi TIC. Non meno rilevante, però, è la considerazione secondo cui la presenza di componenti dotati di adeguata *expertise* informatica potrebbe costituire un elemento idoneo a rafforzare la posizione negoziale dell'entità finanziaria nella conduzione delle trattative con la parte fornitrice¹⁰⁶. In altri termini, si intende evidenziare che l'inclusione all'interno del *board*

¹⁰⁴ *Orientamenti EBA sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione*, del 28 novembre 2019 (EBA/GL/2019/04), par. 1.2.1. In dottrina, v. G. MUCCIARONE, *L'adeguatezza degli “amministratori” della banca. Dal capitale al capitale umano*, in *Studi di diritto dell'economia. Collana fondata e diretta da Francesco Capriglione*, Milano, 2019, *passim*, spec. 5; K.J. HOPT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in *Financial Regulation and Supervision*, E. WYMEERSCH, K. HOPT e G. FERRARINI (a cura di), Oxford, 2012, 366; G. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, n. 2, 220.

¹⁰⁵ ASSONIME, *Rapporto di Giunta – L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale*, 23 gennaio 2023, p. 66. In dottrina, v. E.R. RESTELLI, *“Trasformazione digitale” e assetti organizzativi nell'impresa bancaria*, cit., 704 s.; C. PICCIAU, *Intelligenza artificiale, scelte gestorie e organizzazione delle società per azioni*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, A. PAJNO, F. DONATI e A. PERRUCCI (a cura di), Bologna, 2022, 273 ss.; N. BERNASCONI, *Digitalizzazione e nuovi profili di competenza per lo sviluppo delle attività bancarie*, in *Digital banking e FinTech. L'intermediazione finanziaria tra cambiamenti tecnologici e sfide di mercato*, V. BOSCIA, C. SCHENA e V. STEFANELLI (a cura di), Roma, 2020, 145.

¹⁰⁶ L'impegno delle istituzioni europee nel favorire la formazione di adeguate competenze in materia di cybersecurity è testimoniato – in un orizzonte peraltro ben più ampio di quello relativo ai soli settori bancario, finanziario e assicurativo – dall'avvio di rilevanti iniziative pubbliche, tra cui si segnala la “*Cybersecurity Skills Academy*”, la quale si propone «*to bring together and improve the coordination of existing cyber skills initiatives in order to close the cyber security talent gap, strengthen the EU cyber workforce and boost EU competitiveness, growth and resilience*» (v. l'indirizzo digital-skills-jobs.europa.eu/en/cybersecurity-skills-academy).

di figure caratterizzate da un solido *background* in campo *tech* acquisisce una specifica valenza non soltanto come «*standard* indefettibile di *good governance*»¹⁰⁷, ma anche, «in prospettiva orizzontale, nella gestione dei rapporti con i terzi fornitori di IT», costituendo «un’arma primaria per ridurre l’asimmetria informativa e contrattuale caratterizzante i rapporti con i fornitori» di TIC¹⁰⁸.

Ciò posto, occorre registrare, sul punto, l’opzione “minimale” prescelta dal legislatore europeo¹⁰⁹, che stabilisce per i membri dell’organo di gestione un generico obbligo di mantenere «attivamente aggiornate conoscenze e competenze adeguate per comprendere e valutare i rischi informatici e il loro impatto sulle operazioni dell’entità finanziaria, anche seguendo una formazione specifica su base regolare, commisurata ai rischi informatici gestiti»¹¹⁰, senza incidere in modo diretto sull’eterogeneo arcipelago normativo sancito in materia di *fit & proper* degli esponenti aziendali delle entità finanziarie e, soprattutto, senza definire le conseguenze del mancato rispetto del dovere in discorso.

E allora, nelle more di più incisivi interventi, la nomina di esponenti dotati di competenze informatiche resta apprezzabile unicamente sotto il profilo dell’*adeguatezza complessiva* degli organi societari di appartenenza; di talché, eventuali carenze potranno essere colmate unicamente attraverso la predisposizione di appositi piani formazione e/o attraverso un’attività di “sensibilizzazione” dell’assemblea dei soci, alla quale l’organo gestorio può indirizzare mere raccomandazioni, e non già mediante un meccanismo di sostituzione (a seguito della pronuncia di

¹⁰⁷ L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, n. 2-3, 320.

¹⁰⁸ G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 575 s.

¹⁰⁹ Il quale, ad esempio, non giunge – in questo caso, condivisibilmente (cfr. G. SCHNEIDER, *Le tecnologie societarie alla prova del governo sostenibile tra ESG, diligenza d’impresa e corporate digital responsibility*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 1, 155) – ad imporre, neppure nelle realtà di maggiori dimensioni e complessità organizzativa, l’istituzione di un apposito *tech committee* all’interno del *board*.

¹¹⁰ Art. 5, par. 4, del Regolamento DORA. L’importanza del possesso di adeguate competenze in campo informatico è sottolineata anche nel rapporto BCBS, *Digitalisation in finance*, marzo 2024, par. 7.7.

decadenza) di uno o più membri del *board*¹¹¹ – individualmente idonei¹¹² – con professionisti esperti in materia di rischi cibernetici¹¹³. D’altro canto, la scelta operata nel DORA risulta ben coerente con l’indirizzo adottato nel contesto della Direttiva (UE) 2024/1619 del 31 maggio 2024 (c.d. CRD VI), ove – novellando l’art. 91 della CRD IV – il legislatore europeo stabilisce, per i soggetti ricompresi nel campo di applicazione della direttiva, l’obbligo di destinare «risorse umane e finanziarie adeguate alla preparazione e alla formazione dei membri dell’organo di gestione, anche per quanto riguarda (...) il rischio relativo alle TIC» (art. 91, par. 7).

6. Supervisione diretta delle ESAs sui fornitori “critici” di servizi TIC

Quanto al terzo “pilastro” su cui si fonda la strategia d’azione contemplata nel Regolamento DORA, la strada intrapresa va chiaramente nella direzione del rafforzamento dei mandati delle ESAs¹¹⁴, i cui compiti di sorveglianza si estendono, limitatamente al campo dei rischi informatici, anche ad alcuni fornitori terzi di servizi TIC¹¹⁵.

In specie, si giunge alla predisposizione di un quadro di sorveglianza *ad hoc* per i fornitori terzi di servizi TIC che sono qualificati «critici per le entità finanziarie», a seguito di una designazione effettuata dalle autorità di vigilanza competenti. L’opzione normativa, auspicata da tempo in

¹¹¹ G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca impr. soc.*, 2022, n. 1, 15.

¹¹² V. CALANDRA BUONAURA, *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca impr. soc.*, 2019, n. 1, 28.

¹¹³ G. MUCCIARONE, *Requisiti degli “amministratori” delle società d’investimento mobiliare*, in questa *Rivista*, 2023, n. 2, 213 ss. In argomento sia consentito altresì un rinvio al mio *Fit & proper nel governo delle banche*, Bari, 2023, 168 s.

¹¹⁴ Auspicato da G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. impr.*, 2019, n. 2, 378.

¹¹⁵ In questo modo, il legislatore di Bruxelles colma quella che era considerata una lacuna – rispetto, in particolare, a quanto previsto oltreoceano – nelle competenze assegnate alle autorità di vigilanza europee: al riguardo, v. H.S. SCOTT, *The E.U.’s Digital Operational Resilience Act: Cloud Services & Financial Companies*, 2021, in *www.ssrn.com*, 11.

dottrina¹¹⁶ e suggerita nel citato *Joint ESA Advice* del 2019¹¹⁷, trova la sua *ratio* nella considerazione secondo la quale alcuni fornitori di servizi TIC «svolgono un ruolo significativo nella fornitura di servizi finanziari, o sono diventati parte integrante della catena di valore dei servizi finanziari», divenendo così «fondamentali per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario dell'Unione»¹¹⁸.

Il sistema di sorveglianza si fonda sulla designazione *ex ante* dei fornitori ritenuti “critici” per il settore finanziario – secondo uno schema assimilabile a quello previsto nel *Digital Markets Act*¹¹⁹ in relazione alla individuazione preventiva delle imprese *gatekeeper* –, la cui competenza è radicata in capo alle ESAs, tramite il comitato congiunto e su raccomandazione del *forum* di sorveglianza.

La designazione in parola si fonda su criteri enunciati nell'art. 31, par. 2, del Regolamento DORA, la cui puntualizzazione è poi rimessa a un apposito atto delegato della Commissione. Segnatamente, l'autorità di vigilanza “capofila” tiene conto: *i*) dell'impatto sistemico sulla stabilità, la continuità o la qualità della fornitura di servizi finanziari di un'eventuale disfunzione operativa su vasta scala che impedisca al fornitore oggetto di valutazione di erogare i propri servizi TIC; *ii*) del carattere sistemico o dell'importanza delle entità finanziarie che dipendono dal fornitore; *iii*) della dipendenza delle entità finanziarie dai servizi prestati dal fornitore in rapporto a funzioni essenziali o importanti; *iv*) del grado di sostituibilità del fornitore per l'entità finanziaria, tenendo conto delle alternative concretamente disponibili (in un mercato altamente concentrato come

¹¹⁶ S. CASAMASSIMA, *Le regole di governance in tema di esternalizzazione di funzioni*, in *L'Outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, S. CASAMASSIMA e M. NICOTRA (a cura di), Milano, 2019, 53 s.

¹¹⁷ Ove si suggeriva alla Commissione, in particolare, di prendere in considerazione «*a legislative solution for an appropriate oversight framework for monitoring the activities of third party providers when they are critical service providers to relevant entities*».

¹¹⁸ Considerando n. 79, del Regolamento DORA.

¹¹⁹ Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828.

quello relativo all’offerta dei servizi TIC) e delle difficoltà inerenti alla migrazione ad altri fornitori.

Secondo il Regolamento delegato (UE) 2024/1502 della Commissione del 22 febbraio 2024¹²⁰, l’*iter* per l’individuazione dei fornitori terzi di servizi TIC come critici per le entità finanziarie è articolato in una procedura bi-fasica, volta dapprima a «filtrare la popolazione di fornitori terzi di servizi TIC e individuare quelli più critici» (art. 1, par. 1, lett. a), per poi, in un secondo momento, procedere con valutazioni più approfondite, fondate su elementi qualitativi (art. 1, par. 1, lett. b).

L’analisi relativa all’impatto sistemico che potrebbe essere generato da perturbazioni sui servizi TIC erogati dal fornitore tiene conto di sottocriteri quantitativi, relativi, ad esempio, alla quota di entità finanziarie alle quali il soggetto valutato fornisce servizi informatici che supportano funzioni essenziali o importanti, e qualitativi, legati tra l’altro all’intensità dell’impatto che un’interruzione dei servizi TIC forniti genererebbe sulle entità finanziarie. Anche la verifica del carattere sistemico delle entità finanziarie clienti del fornitore di servizi TIC è effettuata sulla base non soltanto di parametri quantitativi, concernenti il numero di enti a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) e di enti a rilevanza sistemica (O-SII) che ricevono dal medesimo fornitore servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti¹²¹, ma altresì del grado di interdipendenza tra G-SII o O-SII e altre entità finanziarie che utilizzano i servizi TIC offerti dal medesimo fornitore. La valutazione relativa alla rilevanza delle funzioni al cui supporto sono erogati i servizi TIC, prettamente qualitativa, è afferente alla seconda fase di valutazione e concerne la natura critica del servizio TIC prestato in ultima istanza dallo stesso fornitore terzo. Più articolato, infine, è l’apprezzamento del grado di sostituibilità del fornitore, che

¹²⁰ Regolamento delegato (UE) 2024/1502 della Commissione, del 22 febbraio 2024, che integra il Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio specificando i criteri per la designazione dei fornitori terzi di servizi TIC come critici per le entità finanziarie.

¹²¹ Il fornitore sarebbe qualificato come “critico” (ai sensi dell’art. 3, par. 1, del citato Regolamento delegato 2024/1502) se fornisce servizi TIC ad almeno un G-SII ovvero ad almeno tre O-SII ovvero ancora ad almeno un O-SII con punteggio superiore a 3000 calcolato ai sensi dell’art. 131, par. 3, CRD.

presuppone la ricognizione della percentuale di entità finanziarie per le quali non è disponibile alcun fornitore di servizi TIC alternativo, che abbia la capacità necessaria per fornire i medesimi servizi, ovvero per le quali sarebbe «estremamente difficile migrare a un altro fornitore terzo». Ancora assumono rilevanza la «mancanza di alternative reali, anche parziali», al fornitore, dovuta «al limitato numero di fornitori attivi su un mercato specifico, alla quota di mercato del fornitore terzo di servizi TIC in questione, o ancora alla complessità tecnica o al grado di sofisticazione, anche in relazione a eventuali tecnologie proprietarie, o alle caratteristiche specifiche dell'organizzazione o dell'attività del fornitore terzo di servizi TIC».

L'acquisizione dello *status* di fornitore “critico”, che può eventualmente avvenire anche su base volontaria¹²², ha durata annuale (essendo questa la cadenza con la quale l'elenco in cui i fornitori critici vengono iscritti è soggetto a riesame¹²³) e implica l'assoggettamento alla sorveglianza da parte dell'autorità di vigilanza europea nominata “capofila” per lo specifico fornitore, ovverosia quella (tra le *ESAs*) responsabile «delle entità finanziarie che possiedono complessivamente la quota maggiore delle attività totali rispetto al valore delle attività totali di tutte le entità finanziarie che utilizzano i servizi del pertinente fornitore terzo critico di servizi TIC»¹²⁴. Si è in presenza, dunque, di una significativa espansione della supervisione a talune imprese *outsourcer*, le cui *performance* saranno oggetto di costante monitoraggio non soltanto da parte dell'entità finanziaria cliente (che, come detto, finisce sovente per trovarsi in posizione di debolezza nei confronti della controparte tecnologica), ma altresì da parte dell'autorità pubblica designata come capofila ai sensi del DORA.

Vi è da precisare, tuttavia, che i confini della sorveglianza esercitata nei confronti dei fornitori di servizi TIC critici risultano ben definiti, e

¹²² Art. 31, par. 11, del Regolamento DORA.

¹²³ Ai sensi dell'art. 31, par. 9, del Regolamento DORA, le *ESAs* «redigono, pubblicano e aggiornano ogni anno l'elenco dei fornitori terzi critici di servizi TIC a livello di Unione».

¹²⁴ Art. 31, par. 1, lett. b), del Regolamento DORA.

ricomprendono (unicamente) il profilo relativo alla gestione dei rischi informatici a cui il fornitore può esporre le entità finanziarie e il sistema nel suo complesso. Precisamente, l'autorità di vigilanza "capofila" si occupa di valutare che il fornitore vigilato abbia predisposto «norme, procedure, meccanismi e accordi esaustivi, solidi ed efficaci per gestire i rischi informatici cui esso può esporre le entità finanziarie», in ciò essendo ricomprese, tra l'altro, le misure atte a garantire la sicurezza, la disponibilità, la continuità, la scalabilità e la qualità dei servizi forniti alle entità finanziarie, i processi di gestione del rischio informatico, i meccanismi di *governance* interna, i test e gli *audit* in materia di TIC. In aggiunta a ciò, l'autorità capofila è dotata di ampi poteri di vigilanza informativa e ispettiva, nonché del potere di formulare raccomandazioni inerenti la gestione dei rischi informatici da parte del fornitore critico, concernenti l'impiego di specifici processi o requisiti di sicurezza e qualità delle TIC, l'uso di termini e condizioni ritenute importanti per prevenire il prodursi (o l'amplificazione) di *points of failure* nell'erogazione dei servizi TIC, e i subappalti che il fornitore intende stipulare. Eventuali inosservanze da parte dei fornitori di servizi tecnologici – in particolare, relative alla mancata comunicazione delle relazioni in cui sono specificate le azioni adottate o i rimedi applicati – comportano l'applicazione di penalità di mora calcolate in rapporto al fatturato medio quotidiano realizzato, su scala globale, dal fornitore; a ciò si aggiunge, nel caso in cui l'*outsourcer* non dichiari la propria intenzione di conformarsi alle raccomandazioni dell'autorità capofila ovvero laddove lo stesso non motivi adeguatamente le ragioni del discostamento dalle indicazioni ricevute, una sanzione – per la verità, alquanto blanda – di tipo reputazionale, che si sostanzia nella diffusione di notizie circa l'identità del fornitore e il tipo e la natura della inosservanza¹²⁵.

Il quadro di sorveglianza predisposto nei confronti delle *third parties* designate come critiche non costituisce, pertanto, «un nuovo modello di vigilanza dell'Unione in altri settori delle attività e dei servizi finanziari», giacché è finalizzato unicamente all'attuazione degli scopi del

¹²⁵ Art. 42, par. 2, del Regolamento DORA.

Regolamento DORA, ovvero sia di resilienza operativa digitale del settore finanziario¹²⁶; cionondimeno, esso potrebbe consentire, nelle ipotesi previste, il superamento delle criticità riscontrabili nel modello di vigilanza c.d. indiretto, in cui l'autorità pubblica competente può esercitare i propri poteri esclusivamente nei confronti di soggetti – le entità finanziarie direttamente vigilate – i quali, in ragione della condizione di asimmetria di potere in cui versano nei confronti degli *outsourcer* tecnologici critici, non sempre risultano sufficientemente in grado di monitorare le *performance* di questi ultimi¹²⁷.

7. Flussi informativi esterni e strumenti di cooperazione (cross-settoriale) tra autorità e operatori del settore finanziario

Il perseguimento di un elevato grado di resilienza operativa digitale del sistema finanziario non può prescindere dall'acquisizione, da parte di tutti i partecipanti al settore, di una piena consapevolezza circa lo “stato dell'arte” delle vulnerabilità dei sistemi informatici e delle potenziali minacce. È noto, peraltro, che «*hackers are often using similar networks or widely used software vulnerabilities*», la cui individuazione (e condivisione) costituisce un indefettibile passaggio «*to better get prepared for similar attacks*»¹²⁸. Ciò presuppone il compimento di uno sforzo collettivo, improntato alla circolazione di informazioni e alla cooperazione, pur nel rispetto di tutti gli interessi in gioco, anche estranei al tema della cybersicurezza dei mercati finanziari.

A tale scopo, il legislatore europeo promuove molteplici forme di condivisione di dati e notizie, talvolta imponendo precisi doveri di comunicazione e di collaborazione, talvolta semplicemente incentivando la notifica di minacce ovvero consentendo la partecipazione delle entità finanziarie a meccanismi volontari di scambio di informazioni, in ogni caso implicando un (più o meno intenso) coinvolgimento delle *ESAs*.

¹²⁶ Considerando n. 76 del Regolamento DORA.

¹²⁷ Cfr. A. CARDANI – I. GIRARDI, *op. cit.*, 625 ss., spec. 627 s.

¹²⁸ P. CLAUSMEIER, *op. cit.*, 85.

I flussi informativi per così dire “esterni”¹²⁹ previsti nel *corpus* normativo del Regolamento DORA si muovono essenzialmente in tre direzioni: *i*) tra entità finanziarie e autorità competenti ai sensi del Regolamento DORA; *ii*) tra autorità competenti ai sensi del Regolamento DORA e altre pubbliche autorità non finanziarie; *iii*) tra entità finanziarie, nell’ambito di cc.dd. “comunità fidate”.

Sotto il primo profilo, spicca l’imposizione – già propria della Direttiva (UE) 2015/2366 (*PSD 2*)¹³⁰ – di obblighi di segnalazione alle autorità di vigilanza di incidenti “gravi” concernenti i sistemi informatici utilizzati dalle entità finanziarie¹³¹, che si giustifica in ragione dell’assunto secondo cui (*only*) «*informed authorities are in the position to publicly warn against and prevent other attacks*»¹³² e trova completamento nelle previsioni relative all’istituzione di sistemi di cooperazione tra autorità competenti¹³³. Numerosi studi sottolineano poi l’importanza, per gli enti colpiti e per il sistema nel suo complesso, di “imparare” dagli incidenti

¹²⁹ A cui devono poi aggiungersi i flussi informativi “interni”, rispetto ai quali sono dettate apposite regole di *corporate governance* che puntualizzano gli obblighi di buon governo sanciti per le entità finanziarie in via generale.

¹³⁰ Art. 96, Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE.

¹³¹ La segnalazione deve essere effettuata all’autorità di vigilanza competente secondo quanto sancito nell’art. 46 del Regolamento DORA. Vale precisare che lo stesso Regolamento, ai sensi dell’art. 21, apre le porte alla possibilità di valutare l’istituzione di un meccanismo centralizzato delle segnalazioni degli incidenti informatici; precisamente, le ESAs, in consultazione con la BCE e l’ENISA, tramite il comitato congiunto sono chiamate a redigere una relazione congiunta in cui valutano la fattibilità di un siffatto sistema di centralizzazione delle segnalazioni mediante l’istituzione *ad hoc* di un polo UE unico.

¹³² P. CLAUSMEIER, *op. cit.*, 85.

¹³³ Anche nel citato *Joint ESA Advice* del 2019 si evidenziava «*the importance of ensuring that the incident reporting framework to which relevant entities are subject allows them to report accurate and timely information efficiently and supports competent authorities in monitoring ICT risks*».

informatici, al fine di rafforzare la resilienza digitale e prepararsi ad affrontare minacce future¹³⁴.

Non può sottacersi, tuttavia, che l'adempimento dei doveri di segnalazione si pone a valle di un processo più articolato, che implica, a monte, lo svolgimento di un'attività di individuazione, registrazione e corretta classificazione degli incidenti connessi alle TIC, comprese le intrusioni dolose e riuscite nei sistemi informatici da parte di soggetti terzi non autorizzati.

Proprio con riferimento alla reportistica di incidenti «gravi», vale evidenziare la scelta del legislatore europeo di rimettere il compito della puntuale definizione dei criteri classificatori alle *ESAs*.

In dettaglio, la qualificazione di un incidente connesso alle TIC come «grave»¹³⁵ – sulla base di criteri classificatori la cui puntuale definizione è rimessa, ancora una volta, a un atto delegato della Commissione¹³⁶, sulla base di progetti di norme tecniche di regolamentazione (*RTS*) e di attuazione (*ITS*) elaborati dalle *ESAs* secondo il meccanismo di «delega a guida agenzia»¹³⁷ – discende da un'analisi alquanto complessa¹³⁸, che tiene conto dell'impatto della perturbazione sull'operatività dell'entità finanziaria e sul sistema nel suo complesso. Assumono rilievo, in particolare: *i*) il numero e la rilevanza di clienti o controparti finanziarie interessati, nonché eventualmente il numero di transazioni interessate dall'incidente, e la circostanza che lo stesso abbia determinato un danno

¹³⁴ C.M. PATTERSON – J.R.C. NURSE – V.N.L. FRANQUEIRA, “*I don't think we're there yet*”: *The practices and challenges of organisational learning from cyber security incidents*, in *Computer & Security*, 2024, 1 ss.

¹³⁵ La definizione di requisiti armonizzati di classificazione e reportistica degli incidenti informatici rappresenta, secondo la *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* per il 2022, Roma, 31 maggio 2023, p. 61, uno dei principali elementi di innovazione apportati dal Regolamento DORA.

¹³⁶ Art. 20 del Regolamento DORA.

¹³⁷ M. ORTINO, *Il diritto dell'economia finanziaria europea e l'approccio pluralista alla regolazione*, in *Riv. regolazione mercati*, 2019, n. 1, 157 ss., spec. 161 ss.

¹³⁸ I criteri di classificazione sono, infatti, «interdipendenti e collegati tra loro»; di talché, l'approccio alla valutazione deve basarsi sulla combinazione dei suddetti criteri: così si legge nel considerando n. 8 della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024.

reputazionale; *ii*) la durata dell'incidente, tenendo in debita considerazione l'eventuale periodo di inattività del servizio¹³⁹; *iii*) l'estensione geografica dell'incidente, specie se l'impatto dello stesso si propaga oltre il territorio di due Stati membri (e fermo restando che l'obbligo di segnalazione non scatta nell'ipotesi in cui l'incidente abbia avuto impatto nel territorio di un unico Stato membro); *iv*) le perdite di dati provocate dall'incidente; *v*) la criticità dei servizi colpiti; *vi*) l'impatto economico dell'incidente sull'entità finanziaria colpita.

Al riguardo, vale osservare che, nel contesto delle consultazioni che hanno preceduto la redazione definitiva della proposta di Regolamento delegato presentato dalla Commissione europea il 13 marzo 2024, molti operatori hanno manifestato qualche preoccupazione circa l'onere operativo che deriverebbe dall'obbligo di analizzare lo storico degli incidenti al fine di individuare eventuali analogie e qualificare determinati eventi, apparentemente accomunati dalla medesima causa di fondo, come "ricorrenti". Le *ESAs* hanno tenuto conto delle osservazioni ricevute e al fine di ridurre gli oneri – anche in termini di impiego di risorse umane – hanno previsto che l'analisi finalizzata alla valutazione della ricorrenza degli incidenti¹⁴⁰ sia svolta su base non continuativa ma periodica (e, precisamente, mensile¹⁴¹).

La soluzione di compromesso raggiunta, che tiene fermo l'impegno delle entità finanziarie (diverse dalle microimprese) alla comprensione

¹³⁹ In specie, come specificato nell'art. 9, par. 3, della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024, l'incidente dovrebbe essere ritenuto «grave» se, alternativamente: a) ha avuto durata superiore a ventiquattro ore; oppure b) ha comportato un periodo di inattività di servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti superiore a due ore.

¹⁴⁰ Al riguardo, non può sottacersi l'ausilio che potrebbe derivare dall'impiego di *software* basati su sistemi di IA, che potrebbero contribuire a rendere sostenibile, per l'entità finanziaria, la *compliance* rispetto agli obblighi di valutazione in discorso.

¹⁴¹ Art. 8, par. 2, della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024.

unitaria degli incidenti ricorrenti¹⁴², può ritenersi apprezzabile. Ai fini della corretta gestione dei rischi informatici, infatti, pare imprescindibile l'abbandono di una visione strettamente atomistica degli incidenti che coinvolgono i sistemi TIC¹⁴³, giacché non di rado la rilevazione di carenze e punti deboli è resa possibile unicamente dalla accorta lettura del mosaico di eventi (in sé insuscettibili di essere qualificati come “gravi”) susseguiti nel tempo¹⁴⁴.

Accanto alla segnalazione degli incidenti gravi relativi alle TIC, assume rilievo anche la notifica delle minacce informatiche «significative», oggetto di una (mera) facoltà di notifica da parte delle entità finanziarie. In questo caso, l'elemento centrale su cui si fonda la valutazione di “significatività” della minaccia è costituito dalla criticità dei servizi TIC a rischio, nonché dalla probabilità che l'evento temuto si avveri. Su quest'ultimo aspetto, rileverebbero in particolare la «persistenza delle minacce» e «la capacità e le intenzioni degli attori» delle stesse, oltre che l'esistenza di «potenziali vulnerabilità» dei sistemi dell'entità finanziaria minacciata che potrebbero essere sfruttate¹⁴⁵. Giova tuttavia ribadire che, quand'anche tutti gli indici di significatività sanciti dal Regolamento DORA e puntualizzati negli atti delegati della Commissione dovessero essere verificati, in capo all'entità finanziaria non scatterebbe comunque alcun dovere di segnalazione, bensì, come si è detto, unicamente la facoltà di notificare la minaccia informatica all'autorità di vigilanza competente,

¹⁴² Come specificato nell'art. 8, par. 2, della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024, al ricorrere delle condizioni cumulative previste nel medesimo Regolamento delegato, gli incidenti classificati come “ricorrenti” devono essere «considerato come un unico grave incidente».

¹⁴³ Cfr. il considerando n. 11 della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024.

¹⁴⁴ Precisamente, ai sensi dell'art. 8, par. 2, della proposta di Regolamento delegato, la ricorrenza sussiste allorquando incidenti apparentemente accomunati dalla medesima causa di fondo si verificano «almeno due volte nell'arco di sei mesi».

¹⁴⁵ Cfr. l'art. 10, lett. b), della proposta di Regolamento delegato C(2024) 1519 final, del 13 marzo 2024.

sempre che la suddetta minaccia appaia «rilevante per il sistema finanziario, gli utenti dei servizi o i clienti» dell'intermediario¹⁴⁶.

Quanto, poi, ai flussi informativi che interessano orizzontalmente le autorità di vigilanza, il Regolamento DORA predispone intense forme di cooperazione¹⁴⁷, che si estendono anche al di là del solo settore finanziario¹⁴⁸ e coinvolgono altresì autorità a questo esterne, come la ENISA¹⁴⁹. Anche nell'ambito del quadro di sorveglianza sui fornitori critici di servizi TIC il legislatore europeo ha enfatizzato notevolmente l'importanza del coordinamento tra le autorità di vigilanza¹⁵⁰, che si svolge attraverso la rete di sorveglianza comune – nel contesto della quale viene elaborato un protocollo condiviso di sorveglianza – e mediante la partecipazione al *forum* di sorveglianza, istituito nell'ambito del comitato congiunto.

La collaborazione istituzionale tra supervisori costituisce senza dubbio un fattore cruciale per lo sviluppo di una «visione comune» e di un «approccio di sistema che sia in grado di favorire la convergenza di *policy*, regole e *standard* per la gestione del rischio *cyber*, sviluppare competenze e coordinare azioni di risposta alle minacce emergenti»¹⁵¹. Su tale aspetto,

¹⁴⁶ Art. 19, par. 2, del Regolamento DORA.

¹⁴⁷ S. KOURMPETIS, *Management of ICT Third Party Risk Under the Digital Operational Resilience*, in *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union. Thoughts on Current Issues of EU Financial Regulation*, L. BÖFFEL E J. SCHÜRGER (a cura di), Oxford, 2023, 211 ss. L'impostazione adottata, su tale aspetto, nel Regolamento DORA è coerente con quella già sperimentata nell'ambito della citata Direttiva PSD 2 (v., in particolare, l'art. 95, par. 5).

¹⁴⁸ Come auspicato da T. MAURER – A. NELSON, *op. cit.*, 26, i quali evidenziano che «*international and multi-stakeholder cooperation is not a "nice-to-have" but a "need-to-have"*».

¹⁴⁹ Su cui v. B. BRUNO, *Cybersecurity tra legislazioni, interessi nazionali e mercato: il complesso equilibrio tra velocità, competitività e diritti individuali*, in *Federalismi.it*, 2020, n. 14, 13 ss.

¹⁵⁰ Art. 34 del Regolamento DORA.

¹⁵¹ A. PERRAZZELLI, *op. cit.* Cfr. anche BCBS, *Digitalisation in finance*, maggio 2024, par. 6.2, ove si sottolinea l'importanza della cooperazione con autorità anche non appartenenti al settore finanziario, nonché della stretta collaborazione «*with industry, technology experts and academic institutions*».

anche la dottrina è concorde nel ritenere essenziale l'attività di coordinamento e di scambio di informazioni su rischi e minacce informatiche tra autorità competenti¹⁵², così da consentire a queste ultime di sviluppare «*a better overview of the frequency and impact of major cyber threats and ICT-related disruptions that could propagate throughout the financial sector and threaten the EU Single Market*»¹⁵³.

8. *Meccanismi di condivisione di informazioni sulle minacce cyber tra entità finanziarie al vaglio del diritto antitrust*

Considerazioni separate meritano, infine, i sistemi di scambi informativi *peer to peer* tra entità finanziarie, che pure costituiscono un preziosissimo strumento per la prevenzione dei rischi di natura informatica. È lo stesso legislatore europeo a sottolineare l'opportunità di promuovere lo sviluppo di meccanismi di condivisione di dati e di analisi circa le minacce informatiche a cui le singole entità sono esposte, così da «sfruttare collettivamente, sul piano strategico, tattico e operativo, le conoscenze e le esperienze pratiche che [le stesse] hanno acquisito a livello individuale»¹⁵⁴.

A tal riguardo, occorre rilevare che, sino ad oggi, la proliferazione di processi virtuosi di scambio di informazioni è stata fortemente ostacolata dall'incertezza degli stessi operatori circa la compatibilità di tali prassi con i vincoli derivanti dal diritto *antitrust* – in particolare, con il divieto di intese restrittive della concorrenza di cui all'art. 101 TFUE – e con la disciplina in materia di protezione dei dati personali degli utenti sancita nel GDPR, nonché, sebbene non espressamente menzionate nel Regolamento, con i requisiti di riservatezza richiesti ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di tutela dei *trade secrets*¹⁵⁵. Ancora, non è da escludere che la reticenza delle entità finanziarie nel rendere note le criticità

¹⁵² M. RABITTI – S. SANDULLI, *op. cit.*, 544; M. VUCINIC – R. LUBRIC, *op. cit.*, 49; R. BRIGHI – P.G. CHIARA, *op. cit.*, 30; T. MAURER – A. NELSON, *op. cit.*, 26.

¹⁵³ G. PAVLIDIS, *Europe in the Digital Age: Regulating Digital Finance Without Suffocating Innovation*, in *Law, Innovation and Technology*, 2021, 464 ss.

¹⁵⁴ Considerando n. 34 del Regolamento DORA.

¹⁵⁵ Considerando n. 32 del Regolamento DORA.

dei propri servizi informatici sia in qualche misura alimentata dal timore di ricadute negative sotto il profilo reputazionale, ovvero di potenziali responsabilità¹⁵⁶.

Ebbene, l'art. 45 del Regolamento DORA autorizza – senza sancire, cioè, alcun obbligo – le entità finanziarie a scambiarsi dati e notizie quali «indicatori di compromissione, tattiche, tecniche e procedure, segnali di allarme per la cibersicurezza e strumenti di configurazione», nell'ambito di appositi (e formalizzati¹⁵⁷) «meccanismi» di scambio reciproco, che si svolgono mediante piattaforme informatiche¹⁵⁸.

La disposizione in parola non contempla un lasciapassare incondizionato; gli scambi informativi in materia di *cybersecurity* sono infatti considerati ammissibili solo quando: *a*) hanno ad oggetto il potenziamento della resilienza operativa digitale delle entità finanziarie partecipanti; *b*) si svolgono entro «comunità fidate di entità finanziarie»; *c*) vengono realizzati attraverso meccanismi di condivisione delle informazioni idonei a tutelare «la natura potenzialmente sensibile delle informazioni condivise», assicurando inoltre il rispetto «della riservatezza dell'attività economica, della protezione dei dati personali ai sensi del regolamento (UE) 2016/679 e delle linee guida sulla politica in materia di concorrenza».

In considerazione dei vincoli appena menzionati, i sistemi di condivisione devono essere congegnati in modo da risultare (non soltanto destinati al rafforzamento della *cyber*-resilienza dei partecipanti, ma altresì) capaci, al contempo, di evitare la diffusione di notizie sensibili al di fuori della comunità “fidata” di operatori del settore finanziario¹⁵⁹, anche

¹⁵⁶ R. BRIGHI – P.G. CHIARA, *op. cit.*, 40.

¹⁵⁷ A conforto di questa interpretazione vi è la circostanza secondo cui le entità finanziarie sono tenute a comunicare alle autorità di vigilanza la partecipazione a un meccanismo di condivisione delle informazioni «al momento della convalida della propria adesione», così come la fuoriuscita dallo stesso, nel momento «della cessazione dell'adesione, quando quest'ultima abbia effetto» (art. 45, par. 3).

¹⁵⁸ Art. 45, par. 2, del Regolamento DORA.

¹⁵⁹ Si pensi, a titolo di esempio, al *CERTFin*, già sede di condivisione delle informazioni sulle principali tipologie di minacce: come si legge nella *Relazione sulla*

allo scopo di prevenire fenomeni di *market abuse*, e di conformarsi – per quanto attiene al contenuto delle informazioni oggetto di condivisione – alle regole poste a tutela dei segreti commerciali delle imprese partecipanti, dei dati personali degli utenti¹⁶⁰ e della concorrenza all'interno dei mercati finanziari.

A quest'ultimo proposito, risulta senz'altro singolare il riferimento presente all'interno del citato art. 45, par. 1, lett. c) del Regolamento alle «linee guida sulla politica in materia di concorrenza» (*i.e.* le *Linee direttrici* emanate dalla Commissione il 14 gennaio 2011 in materia di accordi di cooperazione orizzontale¹⁶¹), piuttosto che – come sarebbe stato senz'altro più opportuno – all'art. 101 TFUE, ove è sancito il divieto delle intese restrittive della concorrenza. Ad ogni modo, nelle richiamate *Linee direttrici*, la Commissione europea riconosce che, in linea di principio, lo scambio di informazioni tra concorrenti, diretto ovvero mediato da associazioni di categoria o altri organismi comuni, è suscettibile di determinare «vari tipi di incrementi di efficienza»¹⁶², come dovrebbe (auspicabilmente) accadere nell'ipotesi in cui siano istituiti dei meccanismi di condivisione informativa volti a potenziare la resilienza operativa digitale delle entità finanziarie. Nondimeno, i suddetti scambi comportano altresì, inevitabilmente, più o meno profonde alterazioni alla competizione tra le imprese partecipanti: è la stessa la Commissione a evidenziare che, «alimentando *artificialmente* la trasparenza nel mercato, lo scambio di informazioni cosiddette “sensibili” può facilitare il coordinamento (ossia

gestione e sulle attività della Banca d'Italia per il 2022, Roma, 31 maggio 2023, p. 63, solo nel 2022 il *CERTFin* ha gestito 2.853 segnalazioni di possibili attacchi, compromissioni e vulnerabilità, con una crescita del 17% rispetto all'anno precedente.

¹⁶⁰ Sui punti di contatto (e sulla non sovrapposibilità) tra protezione dei dati personali degli utenti e *cybersecurity*, v. A. ZOPPINI, *Editoriale*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, 498 s.

¹⁶¹ Comunicazione della Commissione europea recante le *Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale*, del 14 gennaio 2011, su cui, per tutti, v. M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell'Unione Europea*, Milano, 2014, 216 ss.

¹⁶² Punto n. 57 delle *Linee direttrici*.

l'allineamento) del comportamento concorrenziale delle imprese determinando effetti restrittivi sulla concorrenza»¹⁶³.

Ciò premesso, ai fini della valutazione della potenziale anti-giuridicità dei meccanismi di condivisione di informazioni in materia di rischi informatici occorre verificare soprattutto il rispetto del requisito «carattere indispensabile delle restrizioni», sancito nel terzo paragrafo dell'art. 101 TFUE e ripreso dalle citate *Linee direttrici*, che presuppone che gli eventuali effetti distorsivi non devono eccedere «quanto strettamente necessario per conseguire gli incrementi di efficienza generati da uno scambio di informazioni»¹⁶⁴. Di talché, lo scambio «non dovrebbe comprendere informazioni che vadano oltre le variabili rilevanti per ottenere gli incrementi di efficienza» nel campo della resilienza operativa digitale delle entità finanziarie. In altre parole, occorre evitare che le «comunità fidate» diventino luoghi privilegiati per la condivisione (privata) di informazioni sensibili estranee al comparto dei rischi TIC, suscettibili non già di innalzare la consapevolezza delle entità finanziarie circa le minacce attuali o imminenti, quanto piuttosto di consentire il coordinamento dell'azione di mercato e la mitigazione del gioco competitivo, a danno della collettività. Al riguardo, appare senz'altro utile il coinvolgimento – necessario, pur nelle forme e con le modalità stabilite dalle imprese finanziarie partecipanti¹⁶⁵ – delle autorità di vigilanza competenti (e dei fornitori terzi di servizi TIC), così come potrebbe risultare conveniente veicolare la condivisione di informazioni attraverso organismi di categoria.

¹⁶³ Punto n. 65 delle *Linee direttrici*. In dottrina, F. GHEZZI – M. MAGGIOLINO, *Le pratiche concordate nel diritto antitrust europeo, ossia: quando giochi a carte, tienile coperte*, in *Riv. soc.*, n. 6, 2013, 1248, sottolineano come spesso gli scambi di informazioni sono utilizzati al fine di «preparare il terreno» per l'attuazione di più o meno intense forme di allineamento tra imprese, idonee in ogni caso a ridurre o annullare «il grado di incertezza in ordine al funzionamento del mercato (...) con conseguente restrizione della concorrenza tra imprese».

¹⁶⁴ Punto n. 101 delle *Linee direttrici*.

¹⁶⁵ Ai partecipanti è consentito stabilire le condizioni e i dettagli relativi al coinvolgimento delle autorità pubbliche, ma non sembra possibile ravvisare profili di discrezionalità in relazione all'*an* del coinvolgimento stesso.

9. Riflessioni conclusive

L'impegno del legislatore europeo sul tema della cybersicurezza e della resilienza operativa digitale nel campo finanziario, che, come si è visto, ha condotto all'emanazione di una corposa disciplina settoriale, è senz'altro apprezzabile¹⁶⁶.

Certo, le previsioni contenute nel Regolamento DORA sono spesso frutto della trasposizione, in norme di carattere cogente, di precetti formulati nel contesto della *soft regulation*, ovvero specificano doveri generali già desumibili dal quadro normativo vigente (ad es., in materia di predisposizione di assetti adeguati)¹⁶⁷. Nondimeno, l'introduzione di un Regolamento sostanzialmente omnicomprensivo – e direttamente vincolante, in modo pressoché uniforme, per le entità finanziarie di tutti gli Stati membri – rappresenta senz'altro un momento di svolta nel perseguimento dell'obiettivo della resilienza digitale del sistema finanziario all'interno dell'Unione.

Si condivide, in particolare, la scelta di adottare un approccio “qualitativo” ai rischi (operativi) cibernetici¹⁶⁸, basato sulla predisposizione di strategie di prevenzione e di misure atte ad assicurare il contenimento degli effetti dannosi prodotti da malfunzionamenti e attacchi esterni che possono colpire i sistemi TIC a supporto di funzioni essenziali

¹⁶⁶ Mentre in passato l'approccio del legislatore europeo al tema della *cybersicurezza* (non limitata al comparto finanziario) era stato criticato per la sua «singolare prudenza e lentezza»: in questi termini, B. BRUNO, *Cybersecurity tra legislazioni, interessi nazionali e mercato: il complesso equilibrio tra velocità, competitività e diritti individuali*, in *Federalismi.it*, 2020, n. 14, 13.

¹⁶⁷ Cfr. R. NI THUAMA – S.S. COSTIGAN, *DORA - Understanding the new regulatory framework on digital operational resilience*, 2023, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

¹⁶⁸ Considerando n. 12 del Regolamento DORA. Come ricordato da A. CARDANI – I. GIRARDI, *op. cit.*, 614, la Commissione europea aveva (condivisibilmente) ritenuto non sufficiente la predisposizione di requisiti di capitale finalizzati alla copertura dei rischi operativi riconnessi ai servizi TIC, giacché siffatte misure – di carattere “quantitativo” – risultano incapaci di «“intercettare” l'istanza principale» perseguita mediante il DORA, ovvero sia il raggiungimento da parte delle entità finanziarie di un sufficiente livello di resilienza operativa digitale.

o importanti delle entità finanziarie¹⁶⁹. Anche sul piano della vigilanza, le opzioni di maggior rilievo – dalla previsione di uno stretto coordinamento tra le autorità (interne ed esterne al settore finanziario) alla definizione di un quadro di sorveglianza per i fornitori critici di servizi TIC – possono essere accolte con favore. Infine, per quanto concerne la tecnica normativa, appare senz’altro degna di menzione l’impostazione «pluralista» impiegata dal legislatore europeo¹⁷⁰, atta ad assegnare alle *ESAs* – a cui, in molte circostanze, è affidato il compito di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione (*RTS*) e di attuazione (*ITS*)¹⁷¹, ai fini della successiva adozione, da parte della Commissione, di atti delegati *ex artt.* 290 e 291 TFUE¹⁷², che concorrono alla formazione di uno speciale *rulebook* unitario e trasversale in materia di rischi cibernetici – un «ruolo proattivo»¹⁷³ nella realizzazione degli obiettivi sanciti nel Regolamento¹⁷⁴, previo coinvolgimento di tutte le parti interessate, secondo un virtuoso modello di *regulation by consultation*¹⁷⁵.

¹⁶⁹ Secondo S. LANDINI, *Privacy, rischio informatico e assicurazioni*, in *Riv. assicurazioni*, 2019, n. 1, 22 s., sarebbero queste le uniche misure potenzialmente idonee a trovare soluzione al rischio cibernetico nel settore finanziario.

¹⁷⁰ M. ORTINO, *op. cit.*, 157 ss.

¹⁷¹ Sul ruolo di *RTS* ed *ITS* nell’ambito del *Single Rulebook* v. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 22.

¹⁷² Su cui v. *ex multis* R. BARATTA, *Sulle fonti delegate ed esecutive dell’Unione europea*, in *Dir. UE*, 2011, n. 2, 293 ss.

¹⁷³ M. RABITTI, *op. cit.*, 130.

¹⁷⁴ Enfatizzato da A. DAVOLA, *op. cit.*, 370. Più in generale, a proposito del ruolo, dei compiti e degli strumenti d’azione delle *ESAs*, v. V. TROIANO, *L’assetto istituzionale dell’ordinamento finanziario europeo*, in *Diritto pubblico dell’economia*, cit., 489 ss.

¹⁷⁵ A. GIORGI, *The EU Green Deal and the Transformations of the European Administrative System: Does the ‘Epistemic Leadership’ of the Scientific Advisory Board Push the Agency Model over the Sunset Boulevard?*, in *European Papers*, Vol. 8, 2023, No. 2, 879 ss.; D. FOÀ, *I poteri di vigilanza dell’EBA nell’ambito del Regolamento MiCA. Una nuova “breccia” nella dottrina Meroni?*, in *Federalismi.it*, 2024, n. 9, 114. La preferibilità di tale approccio è stata sottolineata, da ultima, da L. AMMANNATI, nella relazione dal titolo *La sostenibilità come obiettivo per la regolazione dei mercati*, tenuta al Convegno “Sostenibilità. Finanza mercati ambiente” svoltosi a Bari nei giorni 16 e 17 maggio 2024.

Peraltro, non si può negare l'esistenza, nel *corpus* normativo commentato, di alcune più o meno significative zone d'ombra.

Così, ad esempio, risulta forse fin troppo cauta l'impostazione prescelta in riferimento alle minacce informatiche significative, oggetto di una mera facoltà di notifica (e non già di un dovere di segnalazione), a fronte del rilievo della tempestiva presa di coscienza, da parte delle autorità di vigilanza competenti, di tutte le perturbazioni anche solo prospettiche (purché, ovviamente, probabili) relative ai sistemi TIC impiegati nel settore finanziario.

In una prospettiva più generale, poi, resta da comprendere fino a che punto l'insieme di oneri che il Regolamento pone in capo all'entità finanziaria risulti opportunamente calibrato, sì da non eccedere quanto necessario al perseguimento della stabilità del mercato finanziario contro i rischi di matrice informatica. Non bisogna dimenticare che, nel delineare misure e strumenti di prevenzione nei confronti dei pericoli in discorso, eventuali *eccessi preventivi* producono un ingiustificabile sacrificio dell'autonomia delle entità finanziarie, nonché degli obiettivi di semplificazione ed efficienza dell'attività di queste ultime, la qual cosa si riverbera inevitabilmente sulla capacità delle stesse imprese di competere efficacemente a livello globale¹⁷⁶.

In questo senso, allora, si comprende, tra le altre cose, la mancata previsione di più incisive indicazioni inerenti all'inclusione, all'interno dei *board* delle entità finanziarie, di esponenti "caratterizzati" da una specifica *expertise* in materia di gestione dei rischi informatici. Verosimilmente, l'opzione prescelta sembra infatti suggerire che il possesso di sufficienti (e "diffuse") conoscenze e competenze *tech* costituisca un obiettivo da estendere, in via generale, a *tutti* i membri dell'organo di gestione, e da

¹⁷⁶ Come evidenziato da A. SACCO GINEVRI nella relazione "La prevenzione delle crisi bancarie" al convegno "La supervisione bancaria e la gestione delle crisi", tenutosi a Napoli il 15 settembre 2023, ora pubblicata in *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti dei workshops – Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, 2024, n. 99, 305 ss., l'opzione normativa – ricorrente in materia di crisi bancarie – consistente nell'imposizione alle entità finanziarie di forme di «cura preventiva» non è immune da criticità, giacché «un *organismo* imprenditoriale ordinariamente sottoposto a *profilassi* si troverebbe nella sua quotidiana operatività a competere a velocità rallentata».

perseguire (anche e soprattutto) mediante la predisposizione di opportuni percorsi di formazione, evidentemente con minore incidenza sull'autonomia dell'intermediario nei processi di nomina degli esponenti e, più in generale, di strutturazione (in termini di composizione quali-quantitativa) degli organi societari.

Ad ogni modo, per esprimere un giudizio sull'efficacia complessiva dell'impianto regolatorio europeo in materia di resilienza operativa digitale non resta che attendere il momento – oramai imminente – in cui le disposizioni in esso sancite saranno applicate ai soggetti destinatari, tenendo ovviamente in considerazione il rapporto tra i risultati conseguiti e gli ingenti costi complessivi che dall'applicazione dello stesso Regolamento derivano¹⁷⁷.

¹⁷⁷ Si intende far riferimento non soltanto ai costi sostenuti dalle entità finanziarie e dai fornitori critici di servizi TIC per la *compliance* agli obblighi sanciti nel Regolamento DORA (rispetto ai quali P. LUCANTONI, nell'ambito della relazione tenuta al X Convegno associativo ADDE tenutosi a Roma il 15 novembre 2024, ha parlato di un vero e proprio «*tsunami*»), ma anche alle risorse necessarie per l'estensione dei mandati delle autorità di vigilanza europee. Al riguardo, vale sottolineare la scelta di addebitare ai fornitori designati come critici delle commissioni volte a consentire alle *ESAs* di entrare in possesso dei mezzi necessari per lo svolgimento delle relative funzioni di sorveglianza; in specie, nella relazione che accompagnava la proposta di Regolamento delegato (UE) 2024/1505 della Commissione del 22 febbraio 2024, le commissioni riscosse dai fornitori critici – calcolate in modo da risultare proporzionate rispetto al fatturato di questi ultimi – saranno destinate a «coprire le spese necessarie in relazione allo svolgimento dei compiti di sorveglianza, compresi i costi eventualmente sostenuti in seguito al lavoro svolto dal gruppo di esaminatori congiunto, nonché i costi della consulenza fornita da esperti indipendenti in relazione a questioni che rientrano nell'ambito delle attività di sorveglianza diretta».

L'uso dell'*Intelligenza Artificiale* nella previsione del rischio di dissesto bancario. Nuove prospettive di indagine

SOMMARIO: 1. Proposito d'indagine – 2. La rilevanza di un approccio preventivo alla gestione delle crisi bancarie – 3. Le novità normative della *Crisis Management and Deposit Insurance Directive* in materia di prevenzione del rischio di dissesto bancario – 4. I sistemi di funzionamento di *Intelligenza Artificiale* applicabili alla fase di previsione del rischio di dissesto bancario – 5. Possibili applicazioni tecnologiche alla fase di previsione delle crisi bancarie: la creazione di un *Early Warning System*. – 6. *Early Warning System* e compatibilità giuridica ai sensi del quadro normativo in materia di crisi bancarie – 7. I rischi delle applicazioni dei sistemi di *Intelligenza Artificiale* 8. Conclusioni.

1. Proposito d'indagine

Come è ormai noto, l'innovazione tecnologica applicata alla finanza, a seguito della definizione fornita dal *Financial Stability Board* nel 2017, ha preso il nome di *Fintech*¹. Detto termine viene utilizzato per descrivere le

¹ Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Implications from Fintech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, giugno 2017, alla luce del quale il *Fintech* può essere definito come «technology- enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services». Si veda altresì sul punto: FSB, *Monitoring of FinTech*, 2017. Sia consentito un rinvio, in dottrina, *ex multis* a: D.W. ARNER, J.A. BARBERIS, R.P. BUCLEY, *The Evolution of Fintech: a New Post-crisis Paradigm?*, in *Georgetown Journal of International Law*, 2016, 1271 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending Towards new forms of financial intermediation?*, in *Quaderni Consob- FinTech*, n. 5, luglio 2019. Tale definizione è stata altresì fatta propria dal Comitato di Basilea nel documento avente ad oggetto «Sound Practices Implications of fintech developments for banks and bank supervisors» del febbraio 2018, dove si può osservare che «The BCBS has opted to use the Financial Stability Board's (FSB) working definition for fintech as "technologically enabled financial innovation that could result in new business models, applications, processes, or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services". This

innovazioni tecnologiche applicate all'ambito finanziario e bancario e la sua etimologia deriva dall'incontro di due parole: *fin*, finanza (*finance*) e *tech*, tecnologia (*technology*)².

Il *Fintech* (o anche, in letteratura, tecnofinanza³) riguarda dunque l'offerta *tech-based* di servizi di finanziamento, investimento, pagamento e consulenza, comportando rilevanti innovazioni al mercato dei servizi finanziari⁴. Si tratta, invero, di una c.d. *definizione indefinita*⁵ foriera di implicazioni pratiche e teoriche vaste ed eterogenee. Nondimeno, è possibile identificarvi «un tratto in comune, rappresentato dall'elevato ricorso alla tecnologia, dalla snellezza delle procedure, da una rete di

broad definition is considered useful by the BCBS in the light of the current fluidity of fintech developments», così BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound Practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, February 2018, p. 8.

² Cfr. *Financial Stability Board*, «Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications», del 22 maggio 2017. Tra i primi volumi volti ad indagare portata e confini del fenomeno si v. M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, cui *adde* la seconda edizione pubblicata con medesimo titolo e suddivisa in due volumi usciti il *secondo* nel 2019 e il *primo* nel 2021; R. LENER, G. PARRILLO, *Quali regole per il Fintech?*, in R. LENER (a cura di), *FinTech: diritto, tecnologia e finanza*, Roma, 2018, 2 ss. Tra gli ultimi lavori sul tema si veda U. PIATTELLI, *La regolamentazione del FinTech. Dai nuovi dispositivi di pagamento all'intelligenza artificiale*, Torino, 2023.

³ *Ex multis*, sia consentito un rinvio a: M. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2021.

⁴ Cfr. V. CANALINI, *Il Fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2019.

⁵ Per un tentativo di sistematizzazione, cfr. P. SCHUEFFEL, *Taming the Beast: A Scientific Definition of FinTech*, in *Journal of Innovation Management*, 2016, 4 pp. 32-54. Sia consentito altresì un rinvio a: M.T. PARACAMPO, *FinTech tra Algoritmi, Trasparenza e Algo-governance*, in *Dir. banc. fin.*, 2019, 2, 108. Secondo l'Autrice, il *Fintech* è «un tema di ampia portata e dai confini indefiniti, che solleva più interrogativi di quanti effettivamente ne risolva, in una prospettiva di chiaroscuro (...) e in un panorama volatile, estremamente fluido e magmatico, connotato ancora da poche luci e molte ombre».

sportelli minima o inesistente, da una forza lavoro ridotta ma altamente specializzata»⁶.

Con il tempo, l'affermarsi del *Fintech* ha favorito un più ampio ricorso alla tecnologia in differenti settori e attività; in particolare, i processi informatici rientrano nelle declinazioni della categoria della *RegTech*⁷ (*Regulation Technology*, i.e. la tecnologia a sostegno delle istituzioni nel rispetto dei requisiti di legge e nel perseguimento degli obiettivi normativi⁸), la quale, tra l'altro, comprende il *Suptech*⁹ (*Supervisory Technology*) e il *ResTech*¹⁰ (*Resolution Technology*). Il primo è da

⁶ Cfr. C. BARBAGALLO, *Fintech: Ruolo delle Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, Convegno Invernale 2019 Associazione dei docenti di economia degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa, Napoli, 8 febbraio 2019.

⁷ Cfr. BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *BIS Innovation Hub expands suptech and regtech research to include monetary policy tech*, ultimo aggiornamento 21 marzo 2024. In dottrina, sia consentito un rinvio a: D. W. ARNER, J. BARBERIS, R. P. BUCKLEY, *Building a Better Financial System, Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion, Volume 1, Cryptocurrency, FinTech, InsurTech, and Regulation*, 2018, 359-373 e G. LOIACONO, A. MAZZULLO, E. RULLI, *ResTech: Innovative technologies for resolution. ResTech: Innovative Technologies for Resolution, Oxford, 2020*.

⁸ Cfr. H. NUYENS, *How disruptive are FinTech and digital for banks and regulators?*, in *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 12, 3, 217-222, 2019.

⁹ Cfr. A. BROZZETTI, *L'evoluzione della vigilanza: dalla vigilanza prudenziale al Reg/SupTech*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica n. 99, A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, febbraio 2024. Si rinvia, per un ulteriore approfondimento sul punto a: D. BROEDERS, J. PRENIO, *Innovative technology in Financial supervision (SupTech): The experience of early users*, in *FSI Insights on policy implementation*, 2018; S. DI CASTRI, S. HOHL, A. KULENKAMPPF, J. PRENIO, *The Suptech generations*, in *Bank for International Settlements. FSI, Insights* 19, 2019. Si rinvia, per valutazioni in materia di *Suptech* al recente documento di ricerca della BIS: J. PRENIO, A. PUSTELNIKOV, J. YEO, *Building a more diverse suptech ecosystem: findings from surveys of financial authorities and suptech vendors*, No. 23, May 2024, (pubblicato il 27 maggio 2024). Inoltre, si vedano, sul punto: BOEDDU, G.L., L.B. NEWBURY, N.L. KACHINGWE, L. DE SOUZA NEVES LOPES, D. RANDALL, *From spreadsheets to Suptech: Technology solutions for market conduct supervision*, *The World Bank*, 2018.

¹⁰ Cfr. in materia di *Resolution Technology*, G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, 23, 227-243, 2022.

intendersi come l'adozione di tecnologie innovative da parte delle Autorità di vigilanza del settore finanziario; il secondo, invece, come applicazione dell'innovazione tecnologica posta a supporto delle attività delle Autorità competenti nelle differenti fasi delle crisi bancarie.

Ciò posto, il presente elaborato mira a verificare i possibili effetti benefici derivanti dal ricorso ai sistemi di *Intelligenza Artificiale* nella fase di previsione del rischio del dissesto bancario. Infatti, l'utilizzo dei medesimi nell'ambito della gestione delle crisi bancarie potrebbe supportare l'azione delle Autorità di vigilanza e di risoluzione nel difficile compito di impedire il peggioramento di situazioni di difficoltà nelle quali gli enti creditizi dovessero versare. Tale obiettivo impone una preliminare analisi delle modalità tecniche di funzionamento di detti modelli, al fine di accertare i *processi informatici* sui quali essi si fondano.

Naturalmente detto proposito non può prescindere, inoltre, dall'approfondimento della *Crisis Management and Deposit Insurance Directive, CMDI*¹¹, attualmente al vaglio delle istituzioni europee e dunque dalla disamina del quadro normativo in materia di crisi bancarie e di quello concernente i sistemi di *Intelligenza Artificiale* al fine di valutare il possibile utilizzo di detti modelli informatici quale strumento di supporto per le Autorità.

L'attuale *framework* normativo, in effetti, attribuisce ampi poteri discrezionali a queste ultime, non solo in una fase *patologica*¹² ma anche nell'ambito delle azioni poste in essere dalle medesime al fine di prevenire situazioni di dissesto (o di rischio di dissesto). Dette autorità presentano significativi margini di operatività tecnica nelle valutazioni di cui trattasi;

¹¹ Il Parlamento Europeo ha approvato il 24 aprile 2024, in prima lettura, le proposte della Commissione volte a riformare l'attuale quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie e sistemi di tutela dei depositi. Si rinvia al seguente *link* per la lettura integrale della proposta: www.finance.ec.europa.eu

¹² Si vedano, sul punto, *ex multis*: D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Torino, 2019; G. BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria Europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, 90; cfr. F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, Milano, 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.

ciò con l'ovvia conseguenza che tali stime possono produrre esiti incerti, non immuni da condizionamenti *esterni*, donde il pericolo di considerare vicende concrete, profondamente differenti sotto il profilo del rischio, alla medesima stregua. Va da sé che la gestione della crisi di un ente creditizio implica l'adozione di decisioni di natura discrezionale che possono variare a seconda del caso concreto¹³; di qui, come si tenterà di dimostrare, l'intrinseca difficoltà di ricorrere a detti meccanismi informatici basati sui sistemi di *Intelligenza Artificiale*.

2. La rilevanza di un approccio preventivo alla gestione delle crisi bancarie

Alla luce di quanto prospettato, in questa sede appare opportuno soffermare l'attenzione sulla fase *fisiologica* della vita della banca, poiché, tenuto anche conto di quanto previsto all'interno del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza¹⁴, si discute in sede europea circa l'individuazione del momento in cui la situazione di difficoltà di un ente diventa giuridicamente rilevante¹⁵.

È solo il caso di ricordare che la *Bank Recovery and Resolution Directive* impone agli intermediari la predisposizione di appositi piani di prevenzione delle situazioni patologiche, nonché l'impegno di aggiornare lo *stato economico* e organizzativo dell'ente¹⁶. È emersa dunque la volontà

¹³ Così: M. CLARICH, *Presupposti per la risoluzione e interesse pubblico nella gestione delle crisi bancarie*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2023.

¹⁴ Si faccia in particolare riferimento all'art. 3 del CCI, ("Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa"). Inoltre, si vedano, l'art. 2086, c. 2, c.c., e gli artt. 2446 e 2447 c.c.

¹⁵ A. SACCO GINEVRI, *La prevenzione delle crisi*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia n. 99. A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, 2024.

¹⁶ M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di early intervention*, in *federalismi.it*, 17 gennaio 2018. I *recovery plans* presentano anche un'utilità indiretta laddove, da un lato, forniscono ex ante ai supervisor ed alle autorità di risoluzione un quadro dettagliato su struttura e operatività delle istituzioni finanziarie che possa servire da guida in caso di risoluzione, dall'altro, inducono le banche ad una autoanalisi che le

del legislatore sovranazionale di adottare precise strategie cautelative, al fine di poter fronteggiare possibili futuri scenari critici¹⁷. Sicché, gli intermediari sono stati chiamati a redigere un «living will», (*testamento di vita*)¹⁸, la cui finalità è assicurare il ripristino delle condizioni patrimoniali dell'istituto bancario nella eventualità di un deterioramento delle medesime.

Con riferimento, invece, ai piani di risoluzione, occorre precisare che essi rispondono «alla medesima logica anticipatrice della gestione della

porta a rendere trasparente le loro fragilità e a semplificare la complessità delle loro strutture societarie.

¹⁷ Cfr. D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, cit., 71.

¹⁸ *Ibidem*. Lo schema ordinatorio impiegato recupera l'impianto disciplinare introdotto nel 2010 dal Dodd Frank Act con la previsione dei cd. living wills finalizzati alla riduzione di «potenziali rischi – idiosincratici e non – legati alle diverse attività del settore finanziario», nonché alla prevenzione di «ulteriori eventi di crisi sistemica». Cfr. così L. AMORELLO, *Come potrebbe cambiare la legislazione finanziaria americana dopo la vittoria elettorale repubblicana*, in *dirittobancario.it* del 23 novembre 2016. Com'è noto, il *Dodd Frank Act* è stato introdotto al fine di ridurre potenziali rischi – idiosincratici e non – legati alle diverse attività del settore finanziario, prevenire ulteriori eventi di crisi sistemica, istituire nuovi strumenti di supervisione sui soggetti vigilati, e rafforzare gli strumenti a tutela dei consumatori e i presidi sulla trasparenza. Nel contesto di questa legge, la *resolution* delle banche avviene ad opera della *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, che acquisisce direttamente le banche in dissesto, trasferendone l'azienda ad una nuova entità ovvero liquidandola con partecipazione alle perdite degli azionisti e dei creditori. Sull'efficacia della riforma le opinioni sono discordi, essendo in molti quelli che imputano ad essa l'introduzione di una regolamentazione terribilmente complessa, in larga parte delegata alle autorità di regolazione, fonte di costi elevati per le banche e la clientela. C'è chi ritiene che sarebbe stato preferibile «porre limiti alla dimensione delle banche, piuttosto che cercare di disciplinare le banche fonte di rischio sistemico, con una rete complicata di regole, che comunque non risolve il problema del too big to fail», (cfr. S. MACCARONE, *La crisi delle banche dal T.U.B. alle nuove regole europee*, cit., 111 ss.; F. FUKUYAMA, *Political order and political decay: from the Industrial Revolution to the Globalization of Democracy*, London, 2015, 480-481). Cfr. B. BARMANN, *Dal «too big to fail» al «too big to regulate»? L'esperienza Americana ed europea di prevenzione delle crisi bancarie a confronto: recovery and resolution plans vs. living wills*, su www.lab-ip.net/dal-too-big-to-fail-al-too-big-to-regulate-lesperienzaamericana-ed-europea-di-prevenzione-delle-crisi-bancarie-a-confronto-recovery-and-resolutionplans/, 22/04/16.

crisi bancaria»¹⁹; più in generale, detti piani identificano le azioni da intraprendere nei casi in cui dovesse rendersi necessario procedere alla risoluzione di un ente o di un gruppo creditizio. Contestualmente all'elaborazione del piano di risoluzione e al suo aggiornamento, l'autorità di risoluzione valuta altresì la risolvibilità dell'ente creditizio; sicché (guardando, ad esempio, al nostro ordinamento) Banca d'Italia dovrà stabilire, di volta in volta, se la banca possa essere assoggettata alla procedura di liquidazione coatta amministrativa ovvero a risoluzione, in modo da minimizzare le conseguenze negative derivanti, sul piano macroeconomico, dall'eventuale dissesto dell'ente, nonché al fine di garantire la continuità delle funzioni essenziali del singolo istituto.

Nell'ipotesi in cui l'ente creditizio o il gruppo siano considerati risolvibili, il piano è trasmesso alle autorità di vigilanza competenti, mentre, agli enti interessati è trasmessa soltanto una sintesi degli elementi fondamentali. Nell'ipotesi in cui l'autorità di risoluzione valuti, alla luce di un giudizio prognostico, il soggetto come "non risolvibile", ne dà comunicazione all'*European Banking Authority* (EBA) e il procedimento di adozione del piano viene automaticamente sospeso in attesa dell'individuazione delle misure da adottare per rimuovere gli impedimenti alla risolvibilità²⁰.

Come è poi noto, al Titolo IV, Capo I del TUB della sezione dedicata alle «Misure di intervento precoce», sono disciplinati i provvedimenti destinati a risolvere le criticità in cui potrebbe incorrere l'impresa bancaria; tali da intendersi quali difficoltà che, di norma, precedono il manifestarsi del dissesto, al fine di prevenire l'insorgenza di una crisi irreversibile.

Si tratta, dunque, di uno strumento di carattere intermedio, tra gli interventi di vigilanza e quelli di gestione delle crisi²¹, il quale, come è

¹⁹ A. MAGLIARI, *L'attuazione della direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi nell'ordinamento italiano: profili pubblicistici*, in M. P. CHITI, V. SANTORO, *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, 392.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ Cfr. G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria*, Bari, 2018, p. 80 ss. Cfr. altresì, per i profili generali, P. MONTALENTI E M. NOTARI (a cura di), *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre*. Atti del convegno, Courmayeur, 22-23 settembre 2017, Milano, 2018.

evidente, attribuisce alla Banca d'Italia penetranti poteri di intervento sugli esponenti aziendali e sulla struttura dell'impresa bancaria. Più specificatamente, essi trovano giustificazione nell'esigenza di sanare carenze e irregolarità gestionali che potrebbero pregiudicare la stabilità della banca, gli interessi dei risparmiatori e, più in generale, la stabilità del sistema finanziario.

In detto contesto ben si inserisce l'affermazione per cui «la crisi sia tanto più gestibile e superabile, quanto più tempestivamente si intervenga»²². In una simile prospettiva, «[l]a prevenzione dei rischi diviene, quindi, momento centrale del governo societario (...) [che] assolve ad una funzione primaria nell'assicurare un'adeguata valutazione dei profili di rendimento, collegati alle scelte di politica aziendale»²³.

Invero, prendendo in considerazione le menzionate applicazioni del modello interventistico introdotto dalla *BRRD*, le quali testimoniano l'ampia discrezionalità che, *in subiecta materia*, è riconosciuta dal legislatore alle Autorità competenti, si scorge la difficoltà di rinvenire in detto ambito univoci parametri di riferimento ai quali queste ultime dovranno attenersi nello svolgimento dei propri compiti²⁴.

²² Cfr. A. GUIOTTO, *La nuova "allerta" nella declinazione degli assetti organizzativi*, in *Fall.*, 10, 2022, 1185 ss.

²³ Così F. CAPRIGLIONE, *Governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in L. DE ANGELIS, G. MARTINA, A. URBANI (a cura di), *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, Padova, 2015, 113-114.

²⁴ Cfr. D. ROSSANO, *L'esclusione dell'interesse pubblico nell'interpretazione delle Autorità europee*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3, 2017, 104 ss. Purtroppo, tenuto conto della normativa vigente, sono noti a tutti i casi in cui le Autorità competenti hanno dovuto effettuare scelte discrezionali sulla base delle applicazioni delle citate normative, le quali hanno sollevato, a posteriori, perplessità. Ci si riferisce, tra gli altri, agli eventi riguardanti le quattro banche venete e al caso Carife (Fondazione Cassa di Risparmio di Ferrara). Per quel che concerne le scelte poste in essere dalle Autorità nel primo dei due eventi di dissesto bancario rappresentati, occorre porre l'attenzione sull'ampio potere discrezionale attribuito al *Single Resolution Board* nella valutazione dei presupposti per l'avvio della procedura di risoluzione dell'istituto in stato di dissesto. Come è noto a tutti, nel caso di specie, l'SRB non aveva ravvisato i presupposti per mancanza di un

In conclusione sul punto, occorre prendere atto che la normativa in materia di gestione delle crisi non prevede l'utilizzo di algoritmi al fine di accertare la presenza dei parametri di rischio di dissesto di un ente creditizio, rimettendo alle Autorità competenti la scelta della misura idonea ad impedire il degenerare della situazione di difficoltà.

3. *Le novità normative della Crisis Management and Deposit Insurance Directive in materia di prevenzione del rischio di dissesto bancario*

Come è stato anticipato, al presente, è al vaglio delle istituzioni europee la proposta di Direttiva europea *Crisis Management and Deposit Insurance (CMDI)*²⁵, pubblicata nel 2023, la quale ha come obiettivo, *inter alia*,

apprezzabile interesse pubblico. Da tali valutazioni ne è derivata la messa in liquidazione coatta amministrativa di tale istituto di credito ai sensi della normativa italiana, avendo le competenti autorità di mira il supporto degli aiuti di Stato funzionali a facilitare la procedura stessa. La decisione assunta dall'SRB è stata motivata dall'esigenza di, secondo quanto riporta la Commissione europea sul punto, evitare «un turbamento della Regione Veneto» e, dunque, in linea con quanto indicato dall'art. 107 par. 3 lett. B) del TFUE che autorizza, in via eccezionale, gli aiuti di Stato. Tale interpretazione, tenuto conto delle successive fasi procedurali che è dato riscontrare nella fattispecie, si risolve nel raggiungimento di un equilibrio tra il diniego dell'interesse pubblico e l'attivazione di interventi finanziari a favore di istituti bancari che, pur versando in condizioni critiche, sono sottratti dal *Single Resolution Board* alla risoluzione. Nel noto caso *Carife*, la Banca d'Italia ha ricoperto un ruolo determinante poiché la normativa interna le ha attribuito una rilevante discrezionalità tecnica in materia. Va da sé che tale ampiezza di poteri attribuiti alla Autorità nazionale italiana non giustifica l'adozione di provvedimenti fondati su un processo istruttorio nel quale non sia stata data prova del verificarsi dei presupposti che ne legittimino l'assunzione.

²⁵ Come è stato anticipatamente accennato, il Parlamento europeo, nella sessione di aprile 2024 ha modificato alcune delle norme inserite dalla Commissione europea nelle sue proposte di riforma, cfr. European Parliament legislative resolution of 24 Aprile 2024 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/59/EU as regards early intervention measures, conditions for resolution and financing of resolution action (COM(2023)0227-c9-0135/2023-2023/0112(COD)); European Parliament legislative resolution of 24 April 2024 on the proposal for a directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2014 as regards the scope of deposit protection, use of deposit guarantee schemes funds, cross-border cooperation,

quello di eliminare la sequenza interna tra le misure di intervento precoce, rimozione dei dirigenti e nomina degli amministratori temporanei. Più in particolare, l'attuazione di tali misure dipende dal verificarsi dei medesimi presupposti, sicché le Autorità competenti saranno tenute ad effettuare valutazioni ispirate al principio di proporzionalità.

Occorre precisare che, rispetto a quanto previsto dalla *BRRD*, all'interno della *CMDI* vengono stabilite condizioni più stringenti per adottare misure straordinarie di supporto pubblico e di intervento precoce. È, in proposito, prevista l'introduzione di un meccanismo di notifica (c.d. «early warning»)²⁶ in forza del quale l'autorità competente è tenuta ad avvisare quella di risoluzione non appena si verifichi un significativo rischio che una banca si trovi in una situazione *capace* di determinare l'eventuale applicazione di misure di risoluzione²⁷.

and transparency (COM(2023)0228-C9-0133/2023-2023/0115 (COD)). Per un commento alle proposte della Commissione europea, si rinvia a: GORTSOS, *A reform of the CMDI framework that supports completion of the Banking Union*, Study Requested by the ECON Committee, May 2023; COLINO, *The reform proposal for the European bank crisis management and deposit insurance regime: the issue of medium-sized and small banks*, in *Journal of Insolvency & Restructuring*, 10, 189; A. CANEPA, *L'efficacia della disciplina delle crisi bancarie e le proposte di riforma tra ripartizione di competenze, banche digitali e rischi di «fuga istantanea» dei depositi*, in *A 30 anni dal Testo unico Bancario (1993-2023): the test of time*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 99, 2024, 335 ss.

²⁶ Così S. LEUZZI, *La scommessa dell'allerta: inquadramento, regole, criticità*, in M. FABIANI, S. LEUZZI, *La tutela dei creditori tra allerta precoce e responsabilità*, in *Foro it.*, Speciale 2, 2021, 27. Cfr. anche F. ALIPRANDI, A. TURCHI, *Spunti operativi sugli adeguati assetti alla luce della recente pronuncia del Tribunale di Cagliari*, in *Diritto della crisi*, 12 aprile 2022. È doveroso un rinvio a: L. E. PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta: l'uso degli algoritmi per l'analisi e la stima del rischio di insolvenza*, in *Dir. fall.*, 3-4, 2023, il quale analizza il possibile utilizzo degli algoritmi predittivi alla fase di previsione del rischio di insolvenza.

²⁷ Per quel che invece concerne la fase patologica di un ente creditizio, è necessario rinviare a: R. LENER, *Liquidazione coatta amministrativa e innovazione tecnologica*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, novembre 2023, secondo il quale, «Nella l.c.a., il ricorso a strumenti di analisi dei dati e di intelligenza artificiale può rendere il procedimento amministrativo più efficiente. Non penso a una efficienza solo

In particolare, la proposta di riforma in discorso intende garantire un intervento tempestivo e un “coordinamento precoce” tra l’autorità competente e l’autorità di risoluzione nelle ipotesi in cui un ente o un’entità continui ad essere un’impresa in attività ma vi sia un rischio concreto di dissesto. In particolare, il summenzionato meccanismo di notifica dovrebbe operare tramite l’invio di un’informativa contenente le motivazioni, da parte dell’autorità competente, della propria valutazione e una panoramica delle misure alternative di cui si potrebbe disporre per evitare, in tempi ragionevoli, il dissesto dell’ente o dell’entità.

Si osservi che la notifica preliminare con cui l’autorità competente informa quella di risoluzione che il dissesto o il rischio di dissesto dell’ente è una possibilità concreta non rappresenta una condizione per stabilire successivamente che la banca è effettivamente in dissesto o a rischio di dissesto. Inoltre, la *nuova* normativa precisa che, nelle ipotesi in cui la valutazione effettuata abbia come esito l’asseveramento dell’impossibilità di attuare soluzioni alternative per evitare il dissesto in tempi ragionevoli, l’autorità di risoluzione deve decidere se avviare o meno un’azione di risoluzione.

È chiaro che, nei casi come quelli menzionati, la tempestività della decisione di applicare una determinata procedura a un istituto creditizio può risultare fondamentale per l’attuazione efficace della strategia adottata. Ciò poiché, come è evidente, un intervento precoce nei confronti dell’ente creditizio può contribuire a garantire livelli sufficienti di liquidità e di capacità di assorbimento delle perdite.

È pertanto opportuno consentire all’autorità di risoluzione di valutare, in stretta collaborazione con l’autorità competente, quali siano i tempi ragionevoli per l’attuazione di misure alternative finalizzate ad evitare il dissesto della banca.

In proposito, appare rilevante evidenziare come, in linea ipotetica, l’*Intelligenza Artificiale*, qualora utilizzata adeguatamente (e tenuto conto

quantificabile in termini di tempo (far sì che il procedimento duri *meno*), ma a fare in modo che la maggiore efficienza del procedimento *sblocchi* valore in modo più efficiente nell’interesse dei creditori, in particolare dei depositanti (e dei sistemi di garanzia dei depositanti)».

dei rischi che saranno approfonditi di qui a breve), possa assumere un ruolo di primaria importanza nella predisposizione di un sistema di allerta precoce.

In conclusione sul punto, ciò che preme rappresentare è che la *CMDI*, come la *BRRD*, non contempla l'eventuale ricorso a tecniche di *I.A.* per accertare la presenza dei presupposti che giustifichino la notifica del citato *alert* o la possibilità, per le autorità competenti, di avvalersi dei sistemi di *I.A.* nello svolgimento delle loro attività nella fase di previsione del rischio di dissesto. A ben vedere, pure il Regolamento in materia di *Intelligenza Artificiale* (c.d. *AI Act*)²⁸ non prevede specificazioni al riguardo, essendo essenzialmente incentrato sulle modalità con cui assicurare il corretto funzionamento dei sistemi tecnologici, nonché sulla classificazione dei medesimi a seconda delle classi di rischio (rischio inaccettabile; alto rischio; rischio basso o minimo)²⁹.

4. I sistemi di funzionamento di Intelligenza Artificiale applicabili alla fase di previsione del rischio di dissesto bancario

Ai fini di un'adeguata trattazione della problematica in indagine, occorre preliminarmente comprendere (pur, necessariamente, per sommi capi) cosa si intenda per *Intelligenza Artificiale* e quali siano i principali processi di funzionamento sui quali essa si basa, i quali possano risultare ultimi ai fini del tema di nostro interesse. In ottica definitoria, deve farsi anzitutto riferimento al già menzionato Regolamento UE in materia di *I.A.*, il quale definisce quest'ultima come «un sistema automatizzato progettato

²⁸ Regolamento (UE) 2024/1689 (*AI Act*); il testo è disponibile al seguente *link*: www.europarl.europa.eu/

In letteratura si veda: M. DI NENNO, *AI Act: l'Ue pioniera nella regolamentazione dell'intelligenza artificiale*, 17 giugno 2023, reperibile su www.affarinternazionali.it; sia consentito un rinvio a: D.U. GALETTA, *Human-stupidity-in-the-loop? Riflessioni (di un giurista) sulle potenzialità e i rischi dell'Intelligenza Artificiale*, in *federalismi.it*, 5, 2023.

²⁹ Sia consentito un rinvio, per un approfondimento sul punto a: M. KOP, *EU Artificial Intelligence Act: The European Approach to AI*, in *Stanford, Vienna Transatlantic Technology Law Forum, Transatlantic Antitrust and IPR Developments*, Stanford, 2, 2021.

per funzionare con livelli di autonomia variabili» in grado di generare, in predefinite circostanze, «output quali previsioni, contenuti, raccomandazioni o decisioni che possono influenzare ambienti fisici o virtuali» (art. 3)³⁰. Pertanto, affinché un sistema di Intelligenza Artificiale rientri nella definizione prevista dal Regolamento, esso deve essere basato su modelli computazionali *capaci* di generare *output* e progettato con diversi livelli di autonomia. Detto sistema deve rivelare capacità di adattamento ed operare al fine di raggiungere specifici obiettivi (espliciti o impliciti). Si tratta, dunque, di un ampio concetto che si riferisce allo sviluppo dei sistemi computerizzati, *capaci* di svolgere compiti normalmente svolti dalla mente umana.

L'*Intelligenza Artificiale* si connota, dunque, per la propria capacità di estrarre conoscenza, attraverso processi inferenziali, direttamente dai dati disponibili nei vari strumenti di informazione e consiste in una *famiglia di tecnologie in rapida evoluzione* (cfr. *considerando* n. 4 al menzionato Regolamento); ricomprende, a titolo esemplificativo, i sistemi automatizzati, il *Machine Learning*³¹, i sistemi basati su regole, i cc.dd. sistemi esperti³², il ragionamento simbolico³³ e le reti neurali³⁴. L'I.A.,

³⁰ La definizione viene disciplinata dall'art. 2 del DDL sull'Intelligenza Artificiale.

³¹ Cfr. AMANPREET SINGH BHARATI, NARINA THAKUR AAKANKSHA SHARMA, *A Review of Supervised Machine Learning algorithms, 2016 3rd International Conference on Computing for Sustainable Global Development (indiacom)*, 2016, disponibile su <https://ieeexplore.ieee.org/document/7724478>.

³² I cc.dd. sistemi esperti sono programmi *software* che riproducono le prestazioni di una o più persone esperte in un determinato campo di attività (dominio). Si tratta di sistemi ormai abbastanza maturi che trovano quindi ampia applicabilità in molti contesti; uno, a titolo di esempio, quello delle vendite di prodotti complessi per i quali è fondamentale affidarsi ad un configuratore di prodotto.

³³ Il ragionamento simbolico consiste nell'abilità di un sistema computazionale di manipolare simboli o concetti astratti per dedurre nuove informazioni o giungere a conclusioni basate su un *set* di regole logiche. A differenza degli approcci basati su reti neurali che lavorano principalmente con dati numerici e *pattern* di apprendimento da esempi, il ragionamento simbolico si avvale della manipolazione diretta di entità simboliche che rappresentano idee, oggetti, o relazioni nel mondo reale.

³⁴ Cfr. R. KRUSE, S. MOSTAGHIM, C. BORGELET, C. BRAUNE, M. STEINBRECHER, *Computational Intelligence, A methodological Introduction*, Springer, 2022.

specialmente quando sviluppata per finalità generali³⁵ può applicarsi ad un'ampia gamma di *compiti*, dall'elaborazione del linguaggio al riconoscimento delle immagini, fino alla adozione di decisioni e al *problem solving*.

Tali sistemi operano sulla base di modelli algoritmici laddove, come evidenziato dal Consiglio di Stato in occasione di una nota sentenza del novembre 2021, n. 7891, l'algoritmo consiste in «una sequenza finita di istruzioni, ben definite e non ambigue, così da poter essere eseguite meccanicamente e tali da produrre un determinato risultato». Sicché, quando tale nozione viene applicata a sistemi tecnologici, essa «è ineludibilmente collegata al concetto di automazione ossia a sistemi di azione e controllo idonei a ridurre l'intervento umano»³⁶.

Tra le diverse tecnologie prospettabili, con riferimento alla previsione del rischio di dissesto bancario rileva primariamente il funzionamento degli algoritmi di *Machine Learning (ML)*. Quest'ultimo può considerarsi quale *species* del *genus* dell'*Intelligenza Artificiale*; più precisamente, come si vedrà di qui a breve, esso ricomprende tutti i sistemi *capaci* di apprendere dall'esperienza per il tramite di un meccanismo simile a quello posto in essere dalla mente umana. I sistemi di *ML* vengono utilizzati in differenti applicazioni come, a titolo esemplificativo, analisi predittive, sistemi di raccomandazioni, riconoscimento immagini, ascolto di dialoghi e comprensione di testi scritti³⁷.

³⁵ Cfr. l'Articolo 51 dell'*AI Act*.

³⁶ Cfr. A. CEREDA, *Il concetto di algoritmo in una recente sentenza del Consiglio di Stato*, in *Rivista di Diritto dei Media*, 21 febbraio 2023. Cfr. sul punto: D. ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3, 2021. Si veda altresì G. PESCE, *Il Consiglio di Stato ed il vizio della opacità dell'algoritmo tra diritto interno e diritto sovranazionale*, in *giustiziamministrativa.com*, 2020.

³⁷ Cfr. G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, 23, 2022.

Il *Machine learning*³⁸, dunque, si occupa dello sviluppo di sistemi in grado di acquisire nuove conoscenze ed estrapolare *pattern* (i.e. modelli) da dati forniti *in ingresso*³⁹.

Logicamente, per poter definire una macchina “intelligente”, essa deve essere in grado di *imparare* dalle proprie esperienze, in quanto tale aspetto rappresenta una componente adattiva essenziale dell’attività di *problem-solving* tipica delle I.A.⁴⁰. Deve quindi poter effettuare scelte, valutare le conseguenze di queste ultime e, eventualmente, modificare il proprio comportamento affinché le conseguenze siano quelle volute dall’essere umano che le ha programmate. A tal fine, il *software* deve essere dotato almeno di una componente che assuma decisioni, una che gli permetta di interagire con l’ambiente al fine di ottenere informazioni e, infine, una che gli consenta di modificare le strategie decisionali. L’obiettivo di detto procedimento è, di tutta evidenza, ottenere un programma *capace* di migliorare i propri risultati con l’esperienza (e, pertanto, con i *test* che il tecnico informatico sottopone alla macchina)⁴¹.

³⁸ Già a partire dalla metà del XX secolo, alcuni matematici e statistici iniziarono a pensare di utilizzare metodi probabilistici. Lo scopo era quello di inventare sistemi intelligenti che potessero prendere decisioni, tenendo conto delle probabilità del verificarsi di un evento. Il concetto di *Machine Learning* fu introdotto proprio in questo periodo, quando il matematico Alan Turing stabilì la necessità di ideare algoritmi specifici per realizzare macchine in grado di apprendere. Egli scrisse l’articolo intitolato “Computing machinery and intelligence”, in cui propose il noto “Test di Turing”: secondo questo esperimento una macchina poteva essere considerata intelligente se il suo comportamento, osservato da un essere umano, non fosse stato distinguibile da quello di una persona. Tuttavia, il primo vero e proprio programma basato sull’apprendimento automatico fu creato dall’informatico Arthur Samuel che, nel 1952, sviluppò un algoritmo per il gioco della dama.

³⁹ Cfr. A. DE MAURO, *Big Data Analytics: Analizzare e interpretare dati con il machine learning*, Milano, 2019.

⁴⁰ Sul punto sia consentito un rinvio a: M. MINSKY, *The Society of Mind*. Simon and Schuster, New York, 1985.

⁴¹ Sia consentito un rinvio a T. M. MITCHELL, *Machine Learning*, McGraw-Hill, 1997. L’Autore specifica che «A computer program is said to learn from experience *E* with respect to some class of tasks *T* and performance measure *P*, if its performance at tasks in *T*, as measured by *P*, improves with experience *E*». Traducendo: «Si dice che un

In un simile processo è centrale il supporto umano: l'operatore non deve *soltanto* scegliere le azioni che la macchina dovrebbe intraprendere, ma anche permettere al *software* di migliorare i propri risultati. Per il raggiungimento di detto obiettivo è necessario fornire al programma *feedback* volti a valutare gli esiti da esso raggiunti.

Con riferimento alle metodologie con cui il procedimento in parola si esplica, è doveroso specificare che vi sono diverse tipologie di *apprendimento*, le quali si differenziano l'una dall'altra sulla base dei criteri e delle modalità con le quali viene fornito giudizio dell'operatore. In particolare, si possono distinguere tre categorie principali di apprendimento: supervisionato, (*feedback* diretto), non supervisionato (*feedback* esterno), per rinforzo (*feedback* indiretto)⁴².

L'obiettivo dell'apprendimento supervisionato è estrapolare una funzione da un insieme di dati di addestramento, detto *training set*. In questo *set*, ogni esempio consiste in una coppia di valori, composta da un *input* e un *output*. Più nel dettaglio, il primo viene espresso attraverso un insieme composto da differenti variabili (detti, "attributi") mentre l'*output* è, generalmente, determinato da un singolo valore. Per poter risolvere correttamente un problema di apprendimento supervisionato è necessario stabilire quindi i dati di *input* e di *output*, comporre il *training set*, scegliere un modello di apprendimento, eseguire l'algoritmo sul *training set* e, infine, valutarne la capacità.

programma impara da un'esperienza E rispetto ad un task T e ad una misura di prestazione P, se le sue prestazioni in T, misurate secondo P, migliorano con l'esperienza E». Pertanto, ai fini di progettare un sistema di apprendimento è dunque necessario definire l'esperienza E, il task T e la misura di prestazione P.

⁴² L'Allegato I all'*AI Act* fa riferimento a tre differenti tipologie di «tecniche e approcci di intelligenza artificiale»: a) approcci di apprendimento automatico, compresi l'apprendimento supervisionato, l'apprendimento non supervisionato e l'apprendimento per rinforzo, con utilizzo di un'ampia gamma di metodi, tra cui l'apprendimento profondo (*deep learning*); b) approcci basati sulla logica e approcci basati sulla conoscenza, compresi la rappresentazione della conoscenza, la programmazione induttiva (logica), le basi di conoscenza, i motori inferenziali e deduttivi, il ragionamento (simbolico) e i sistemi esperti; c) approcci statistici, stima *bayesiana*, metodi di ricerca e ottimizzazione.

L'apprendimento non supervisionato, invece, si utilizza nelle ipotesi in cui è richiesto di identificare dei *pattern* all'interno degli *input* senza, tuttavia, che la *macchina* abbia a disposizione *output* corrispondenti. Una tecnica utilizzata nell'apprendimento non supervisionato è il c.d. *clustering*. Quest'ultimo consiste nell'identificazione e isolamento di un insieme di dati scelti poiché considerati simili tra loro e divisi in sottoinsiemi (detti, appunto, *cluster*) con lo scopo di determinare categorie funzionali alla composizione di algoritmi. Un'altra modalità con cui viene utilizzato il *ML* è l'apprendimento di regole di associazione. Queste ultime consistono in "relazioni di dipendenza" tra i dati. Più in particolare, l'estrazione di regole associative (*association rules*) rappresenta un metodo di apprendimento non supervisionato che ha come obiettivo identificare associazioni ricorrenti tra gruppi all'interno di un *data set*; tale modello, grazie alla sua intuitività e semplicità, viene utilizzato per l'analisi di grandi quantità di dati.

Infine, l'apprendimento c.d. "per rinforzo"⁴³ si applica in quei casi in cui non vengono fornite alla *macchina* indicazioni dirette su quale sia l'*output* desiderato. La differenza principale tra apprendimento supervisionato e per rinforzo consiste nel livello e nella tipologia di apporto umano conferito: nel primo, l'operatore fornisce alla macchina un'indicazione in merito all'*output* corretto, nel secondo, viene valutato se e quanto la scelta eseguita si avvicini all'obiettivo finale.

Da ultimo, gli alberi di decisione (*Decision Tree Model*⁴⁴) sono un particolare strumento di *Intelligenza Artificiale* il quale permette di

⁴³ Occorre precisare che M. SOFFIENTINI, *Intelligenza artificiale e forza lavoro*, in *Diritto & Pratica del Lavoro*, 47-48, 2023, definisce l'apprendimento per rinforzo come «una tecnica di apprendimento automatico che prevede l'addestramento di un algoritmo imitando il processo di apprendimento basato su tentativi ed errori utilizzato dagli esseri umani per raggiungere i propri obiettivi. In altri termini, l'algoritmo impara interagendo con l'ambiente e ricevendo un *feedback* attraverso premi o penalità. Questa tecnica è utilizzata tutte le volte in cui il sistema di *IA* deve prendere decisioni sequenziali, in cui l'azione da compiere dipende dallo stato attuale del sistema e ne determina quello futuro».

⁴⁴ Per un approfondimento della più risalente dottrina nell'ambito in parola, si rinvia a: H. BLOCKEEL, J. STRUYF, *Efficient Algorithms for Decision Tree Crossvalidation*, in

effettuare scelte e di rappresentarle in modo grafico. In particolare, tale modello si identifica con un grafico a forma di albero composto da nodi. Il *nodo radice*⁴⁵ (nodo primario) non ha *rami* entranti; i nodi che hanno un solo ramo entrante e più rami uscenti sono detti *nodi interni* (o *nodi test*⁴⁶). Alla radice e ad ogni nodo interno corrisponde un *test* su una differente variabile; da ogni nodo escono tanti rami quanti sono i valori ammissibili collegati alla variabile sottoposta a *test*.

Ai nostri fini, si possono definire due categorie principali di alberi di decisione: alberi di classificazione e alberi di regressione. Gli alberi di classificazione sono utilizzati nelle ipotesi in cui l'*output* può assumere solo valori predeterminati; di contro quelli di regressione si usano quando l'*output* ha valori continui nel tempo. L'apprendimento automatico di alberi decisionali rientra nelle applicazioni algoritmiche dell'apprendimento supervisionato, poiché consente estrapolare i risultati da un *training set* di esempi costituiti da *input* e *output*. Tale *set* viene utilizzato dall'algoritmo di apprendimento per classificare tutte le richieste dell'Operatore.

Nel caso degli alberi di classificazione il *training set*, viene generalmente rappresentato sotto forma di tabella in cui ad ogni riga corrisponde una richiesta e ad ogni colonna corrisponde un attributo di *input*, con l'aggiunta di una colonna per la classe corretta.

Journal of Machine Learning Research, 3, 2002. Si veda altresì: L. BREIMAN, J. H. FRIEDMAN, R. A. OLSHEN, C. J. STONE, *Classification and Regression Trees*, Wadsworth International Group, 1984.

⁴⁵ Occorre precisare le seguenti definizioni. La c.d. radice (*Root Node*) è il nodo principale e il punto di partenza da cui partono le diramazioni; il c.d. nodo interno (*Decision Node*) rappresenta una variabile (*attributo*) ed effettua un *test* su di essa. Le sottocategorie di nodi vengono definite “nodi figli”. Il segmento, c.d. arco diretto verso un nodo figlio corrisponde ad uno dei possibili valori che l'attributo può assumere e viene definito Ramo (*Branch*). La Foglia (*Leaf*) è il nodo che si trova nella parte inferiore dell'albero; essa identifica l'etichetta di classe (*class label*) assegnata al dato, nel caso di alberi di classificazione, oppure un valore numerico, nel caso di alberi di regressione.

⁴⁶ Si vedano, sul punto, S. J. RUSSELL, P. NORVIG, *Artificial Intelligence: A Modern Approach*, Second Edition, Prentice Hall, 2003 e L. ROKACH, O. MAIMON, *Data Mining with Decision Trees: Theory and applications*, Second Edition, World Scientific Publishing, 2015.

Infine, è solo il caso di precisare che la dimensione degli alberi di decisione può essere valutata in termini di numero di *nodi*, *foglie* e profondità (o numero di livelli) o numero di attributi usati. Invero, oltre ad avere una capacità di generalizzazione maggiore, un albero di piccole dimensioni è anche meno oneroso da produrre e più leggibile da un utente umano.

5. Possibili applicazioni tecnologiche alla fase di previsione delle crisi bancarie: la creazione di un Early Warning System

Attraverso il ricorso ai predetti meccanismi, l'*Intelligenza Artificiale* si propone di superare talune difficoltà insite nei modelli tradizionali in termini di precisione, robustezza dei risultati e, in ultima analisi, di *performance*. Ciò posto, per quel concerne la previsione del rischio di dissesto delle banche, l'azione delle Autorità competenti in materia è allo stato solo in parte supportata dall'ausilio dei sistemi digitalizzati (basati su processi di tipo automatizzato). Esse, infatti, attualmente fanno uso al più delle tradizionali metodologie digitali di condivisione e stoccaggio documenti⁴⁷. Con riferimento alla redazione dei piani di risoluzione, l'Autorità preposta a tale funzione *colleziona* i dati e le informazioni necessarie per identificare le misure interventistiche ivi contenute⁴⁸; i dati vengono poi raccolti in differenti *software* di automazione ormai ampiamente diffusi quali *spread-sheet applications*.

Le raccolte di dati sono generalmente basate su un *data warehouse*⁴⁹ sviluppato internamente. Una grande quantità di dati strutturati viene

⁴⁷ Cfr. sul punto, G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, 37, 2022.

⁴⁸ Cfr. M. CALLEGARO, Y. YANG, *The role of surveys in the era of "Big Data"*, in *The Palgrave Handbook of Survey Research*, 2018, 175–192.

⁴⁹ Un *data warehouse* è un tipo di sistema di *data management* progettato per abilitare e supportare le attività di business intelligence (BI). I *data warehouse* servono esclusivamente a eseguire *query* e analisi e spesso contengono grandi quantità di dati storici.

trasferita periodicamente dalle società finanziarie alle autorità tramite documenti *Excel*, *XBRL*, *Microsoft Word*⁵⁰ o *Apple Page*⁵¹.

Si comprende dunque che è ben lontano, in quest'ambito, il ricorso a strumenti tecnologici innovativi in grado di effettuare valutazioni predittive utili a impedire il degenerare di una situazione critica in cui potrebbe versare una banca.

V'è da chiedersi allora se, in futuro, in tale contesto sia auspicabile o meno il ricorso ai modelli di *Intelligenza Artificiale*. In proposito, al fine di limitare le ipotesi di dissesto bancario potrebbero essere *costruiti* modelli di "allerta precoce" basati su metodi di apprendimento automatico⁵². In particolare, potrebbe essere utile ricorrere al cd. "algoritmo classificatorio" nella modalità dell'albero decisionale, *capace, inter alia*, di esaminare gli episodi di crisi verificatisi a livello globale per trarne un risultato in termini di probabilità. Per tale via, potrebbero essere identificati specifici "target", relativi ad enti creditizi *in dissesto* (o a rischio di dissesto) e *sani*; il *software* verrebbe dunque *educato* ad analizzare i dati di riferimento e a identificare le differenti variabili rilevanti al fine di costruire un *training set* di informazioni. Per tale via, potrebbero essere individuate apposite *soglie numeriche* al superamento delle quali "scatterebbe" l'*alert* all'Autorità competente.

Come è stato anticipato, obiettivo dei sistemi di classificazione è quello di analizzare i dati e sviluppare un'accurata descrizione o un modello per ogni classe, usando le caratteristiche presenti all'interno del *dataset*. Gli algoritmi di classificazione hanno come obiettivo l'identificazione di schemi o insiemi di caratteristiche che definiscono la classe cui appartiene un dato *record*.

⁵⁰ EBA, *EBA reporting framework*, 18 October 2020, consultabile al sito: www.eba.europa.eu.

⁵¹ Cfr. sul punto, G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, 37, 2022.

⁵² Si veda, in proposito, A. JOHANNES BEUTEL, A. SOPHIA LIST, G. VON SCHWEINITZ, *Does machine learning help us predict bank crises?*, in *Journal of Financial Stability*, 45, 2019. Si veda per maggiori informazioni: S. PULI, N. THOTA, A. C. V. SUBRAHMANYAM, *Assessing Machine Learning Techniques for Predicting Banking Crises in India*, in *Journal of Risk and Financial Management*, 2024.

Con riferimento all'identificazione dei dati da *dare in pasto alla macchina* per costituirne il *training dataset*, questi potranno essere di tipo strutturato (tabellare), semi-strutturato (*e-mails*, documenti, formati *PDF*) e non strutturato (ricavati da immagini, conversazioni verbali, video).

6. Early Warning System e compatibilità giuridica ai sensi del quadro normativo in materia di crisi bancarie

Alla luce di tutto quanto sopra considerato con riferimento alla potenziale applicazione di un *Early Warning System*, occorre chiedersi se la proposta di modifica del quadro in materia di allerta precoce contempli, nell'individuazione di tali situazioni, l'utilizzo di sistemi informatici o, di contro, siano necessarie integrazioni normative.

Si ritiene opportuno identificare, nello specifico, i riferimenti normativi che disciplinano i sistemi di allerta precoce impiegati durante la *vita* dell'ente creditizio e *capaci* di individuare i *sintomi* di un potenziale rischio di dissesto bancario. Più in particolare, ci si riferisce alla disposizione di cui all'art. 30 *bis* della *CMDI Proposal*, la quale prevede che le «autorità competenti monitorano attentamente, in collaborazione con le autorità di risoluzione, la situazione dell'ente bancario».

Occorre dunque considerare che la disposizione *de qua* non specifica le modalità con cui detta attività di monitoraggio costante deve essere effettuata da parte delle autorità competenti. Ne consegue che tale compito di controllo potrebbe essere svolto anche con il supporto di sistemi automatizzati o di algoritmi sottoforma di albero decisionale. Essi, in particolare, potrebbero essere installati all'interno dei sistemi di controllo già previsti dalle autorità e connessi direttamente con quelli dei singoli istituti creditizi. Ciò, al fine di ravvisare e tempestivamente notificare alle autorità di risoluzione le situazioni di potenziale dissesto di uno specifico ente bancario.

Ed ancora, il medesimo art. 30 *bis* prevede l'obbligo, per l'autorità competente, di informare, con sufficiente anticipo, l'autorità di risoluzione non appena ritenga che un ente soddisfi le condizioni per essere valutato come in dissesto o a rischio di dissesto, ai sensi dell'art. 32, paragrafo 4

della *BRRD*, (“*Condizioni per la risoluzione*”)⁵³. Tuttavia, anche sotto questo specifico profilo il legislatore ritiene di non dover suggerire alle autorità le modalità con cui dette valutazioni debbano essere espletate.

Come è stato in precedenza anticipato, ai sensi dell’art. 30 *bis*, la notifica dovrebbe includere le motivazioni della valutazione che viene svolta da parte dell’autorità competente e un l’elenco delle possibili soluzioni alternative che possono aiutare ad evitare, in tempi ragionevoli, il dissesto dell’ente interessato.

Sicché, alla luce della normativa in questa sede richiamata, si è dell’avviso che l’esistenza di un rischio significativo che l’ente sia sottoposto a risoluzione possa essere accertata per il tramite di differenti modalità operative, dal momento che la direttiva in materia non chiarisce esplicitamente i processi decisionali alla base delle scelte interventistiche. Non si rinvencono pertanto ostacoli normativi che escludano, in via prospettica, l’applicazione di sistemi informatici testé analizzati, quali strumenti tecnologici di supporto alle valutazioni preventive del rischio di dissesto bancario, da parte delle autorità competenti. Ciò posto, queste ultime continuerebbero a detenere il potere di scelta della notifica e la

⁵³ Ad esclusione dei casi in cui, al fine di evitare o rimediare a una grave perturbazione dell’economia di uno Stato membro e preservare la stabilità finanziaria, il sostegno finanziario pubblico straordinario si concretizza in una delle forme seguenti: i) una garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti da banche centrali alle condizioni da esse applicate; ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; oppure iii) un’iniezione di fondi propri o l’acquisto di strumenti di capitale a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all’ente, qualora nel momento in cui viene concesso il sostegno pubblico non si verificano né le circostanze di cui al presente paragrafo, lettera a), b) o c), né le circostanze di cui all’articolo 59, paragrafo 3 della *BRRD*. In particolare, quest’ultimo prevede che l’ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto nel caso di (i) violazione (o rischio di violazione) dei requisiti per il mantenimento dell’autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell’autorizzazione da parte dell’autorità competente; (ii) le attività dell’ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convenzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività; (iii) la banca non è in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza; (iv) l’istituto creditizio necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario. Dette condizioni *ex lege* previste devono, pertanto, essere valutate dalle autorità competenti.

conseguente verifica dei parametri che evidenziano l'eventuale rischio di dissesto.

A ben vedere, la responsabilità delle decisioni da adottare resta in capo alle autorità competenti, le quali possono *utilizzare* le valutazioni algoritmiche e decidere di uniformarsi ad esse. Si ritiene comunque che gli organi decisionali delle autorità potrebbero detenere la facoltà di discostarsi dalle soluzioni proposte dai *sistemi intelligenti*.

L'aspetto di evidente positività per il quale potrebbe essere di ausilio l'applicazione dei moderni sistemi di *Intelligenza Artificiale* alla fase di previsione del rischio di dissesto è quello per cui possa essere garantito, tramite il loro utilizzo, il rispetto del requisito di tempestività richiesto *ex lege*, dovuto alla costanza e alla velocità di analisi dei dati informatici.

Viene così in rilievo l'importanza di sistemi intelligenti anche per il tempestivo scambio di informazioni nonché l'aggiornamento continuo dei dati all'interno dei *database* dei sistemi delle singole autorità nazionali ed europee. In effetti, anche per quel che concerne il coordinamento tra autorità non vengono imposte le modalità da parte del Legislatore europeo, conferendo libertà di *agere* ai soggetti predisposti a tali attività.

Naturalmente, l'applicazione di detti sistemi comporta specifiche criticità sotto il profilo della trasparenza delle procedure da porre in essere per garantire la qualità delle informazioni ottenute, richiedendo specifici meccanismi di estrapolazione e controllo funzionali a scongiurare i rischi connessi al loro utilizzo.

7. I rischi delle applicazioni dei sistemi di Intelligenza Artificiale

A ben riflettere, i vantaggi connessi al ricorso a simili soluzioni *ResTech* devono essere misurati necessariamente rispetto ai *nuovi* rischi che il loro utilizzo comporterebbe per le autorità competenti nella fase di previsione del rischio di dissesto bancario⁵⁴.

Anzitutto, in un'ottica squisitamente logistica, le autorità che si affidano alle applicazioni di *ResTech* devono anche affrontare le sfide del

⁵⁴ Cfr. G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, op. cit.

reclutamento di *data scientist* per collaborare con gli altri professionisti (economisti, giuristi, etc.) e di istituire adeguati sistemi di controllo interno. L'integrazione dei modelli di *Intelligenza Artificiale* richiederebbe, dunque, un necessario arricchimento delle competenze interne delle autorità competenti (o, quantomeno, la predisposizione di adeguate strategie di esternalizzazione).

In secondo luogo, l'estrapolazione dei dati da parte dei sistemi di *Intelligenza Artificiale* può portare a una opacità dei risultati (c.d. effetto *black-box*⁵⁵). In effetti, se le metodologie poste alla base dei processi di collezione dei dati non risultano essere adeguatamente trasparenti, le asimmetrie informative potrebbero aumentare⁵⁶, e questo aspetto risulta di particolare rilievo nel contesto dell'utilizzo di *I.A.* da parte di autorità pubbliche⁵⁷.

Inoltre, l'uso di tecnologie basate sui dati espone le autorità competenti ad un aumento dei rischi per la tutela della *privacy* e, dunque, della riservatezza. Come è noto, infatti, i piani di risoluzione delle crisi contengono informazioni riservate e sensibili sugli istituti finanziari, sui loro dirigenti e, in generale, su tutti i dipendenti nonché dei clienti.

Rilevano altresì i rischi relativi alla qualità dei dati utilizzati dai *software*⁵⁸: l'utilizzo di dati a basso livello di affidabilità, di *dataset biased*, ovvero ancora errori dovuti alla sopravvenienza di errori in fase di *training*

⁵⁵ E. M. KENNY, C. FORD, M. QUINN, M. T. KEANE, *Explaining black-box classifiers using post-hoc explanations-by-example: The effect of explanations and error-rates in XAI user studies*, in *Artificial Intelligence*, Vol. 294, 2021. Sui rischi circa la trasparenza si rinvia alla approfondita analisi di D. ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *Rivista Trimestrale del Diritto dell'Economia*, suppl. n. 3, 2021; F. PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard, 2015.

⁵⁶ Cfr. sul punto, G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, 37, 2022.

⁵⁷ Sul punto, sia consentito un rinvio a: F. BIGNAMI, *Artificial Intelligence Accountability of Public Administration*, in *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 70, suppl. 1, ottobre 2022, 312-346.

⁵⁸ Sulle criticità che possono emergere nella scelta dei dati si esprimono, inter alia, D. ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, op. cit., 219.

degli algoritmi di analisi è suscettibile di produrre - oltre ad un'errata valutazione del rischio di dissesto – significativi effetti di *spillover*⁵⁹ nelle attività finanziarie, rischiando nei casi peggiori di favorire (invece di scongiurare) fenomeni di contagio⁶⁰.

Non va, infatti, trascurata la circostanza per cui gli algoritmi vengono creati dagli esseri umani, le cui decisioni possono essere affette da *bias* cognitivi e intrinsecamente viziate da componenti emotive. Va sul punto fatto presente che la creazione del sistema informatico di riferimento richiede la cooperazione di un *team* di esperti di diversa estrazione (ingegneri, statistici, giuristi, economisti, informatici, etc.) i quali non sono certamente immuni da distorsioni di natura cognitiva⁶¹. In particolare, il *bias* dell'apprendimento automatico, «è un fenomeno che si verifica quando un algoritmo produce risultati che sono sistematicamente pregiudicati a causa di presupposti errati nel processo di apprendimento automatico»⁶². Pertanto, dati di addestramento⁶³ non rappresentativi o

⁵⁹ Indica la diffusione di situazioni di squilibrio da un mercato all'altro.

⁶⁰ Cfr. A. DAVOLA, op. cit., 90.

⁶¹ Si veda, al riguardo, un *report* a cura dell'OCSE ha fornito una serie di suggerimenti di *policy* per l'elaborazione di normative “*behaviourally-informed*” onde neutralizzare i giudizi degli individui, OECD, *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, 18 giugno 2019, consultabile all'indirizzo <https://www.oecd.org/regreform/tools-and-ethics-for-applied-behavioural-insights-the-basic-toolkit-9ea76a8f-en.htm>. Parimenti, anche Consob ha dato prova di attenzione rispetto agli approcci evidence-based e behaviourally-informed, si veda: M. GENTILE, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *Domanda di consulenza, conoscenze finanziarie e overconfidence: il caso italiano*, in Consob Research paper n. 83, 2016. Per una discussione più ampia sui rischi dell'IA in finanza, si veda FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Powering the Digital Economy: Opportunities and Risks of Artificial Intelligence in Finance*, Departmental Paper, n. DP/2021/024, 2021; F. OSTMANN, C. DOROBANTU, *AI in Financial Services*, *The Alan Turing Institute*, 2021, disponibile su <https://doi.org/10.5281/zenodo.4916041>.

⁶² D. DANKS, A. J. LONDON, *Algorithmic bias in autonomous systems. Proceedings of the 26th International Joint Conference on Artificial Intelligence*, 4691–4697, 2017. R. BAEZA-YATES, *Bias on the web. Communications of the ACM*, 61(6), 54–61, 2018.

⁶³ Sia consentito un rinvio sulla responsabilità da addestramento a: U. RUFFOLO, *La responsabilità da produzione, addestramento e gestione di Intelligenza artificiale: self-*

inadeguati, o l'affidamento a informazioni imprecise che riflettono disparità passate, possono causare pregiudizi negli algoritmi⁶⁴.

Da tutto ciò, derivano peraltro rilevanti conseguenze in termini di allocazione della responsabilità connessa al malfunzionamento o a errori compiuti da tali sistemi: in particolare – e pur non potendosi analizzare il tema nella sua interezza in questa sede – giova evidenziare come, in via generale, la *responsabilità* della scelta adottata nel caso concreto, effettuata con l'ausilio dei meccanismi di *Intelligenza Artificiale*, non dovrebbe essere ascritta esclusivamente al solo soggetto che ha tecnicamente costruito l'algoritmo essendo rilevante in tal contesto l'apporto di tutti coloro che hanno attivamente partecipato al processo di *informatizzazione*.

8. Conclusioni

L'azione svolta dall'Autorità di settore nella gestione delle cause che possano favorire eventuali turbative del mercato, è essenziale nella prospettiva di garantire la stabilità del sistema bancario⁶⁵. In particolare, la fase di previsione del *rischio bancario* viene affrontata mediante un percorso decisionale che prevede competenze ripartite fra le Autorità nazionali ed europee; la Banca Centrale Europea e il *Single Resolution Board* esercitano le loro competenze in stretto coordinamento, rispettivamente, con le autorità nazionali competenti, (nel caso italiano, Banca d'Italia) e con le autorità nazionali di gestione della crisi (Unità di Risoluzione e gestione della crisi).

learning, in L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *Tech law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, 2021, 133.

⁶⁴ Sia consentito un rinvio all'interessante analisi di: C. CRIADO PEREZ, *Invisible Women. Exposing Data Bias in a World Designed for Men*, Random House, 2019. In particolare, l'A. si sofferma sui condizionamenti che possono ricadere sulle decisioni, anche algoritmiche, se non considerati i dati riguardo al "genere" femminile, come accade nella società odierna.

⁶⁵ Cfr. D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, op. cit., e L. DI BRINA, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in Aa.Vv., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, 454 ss.

Alla luce di quanto osservato, può dirsi che nel contesto in discussione risultano essere significativi i potenziali i benefici derivanti dall'uso dei sistemi di *Intelligenza Artificiale* con particolare riferimento alla capacità di quest'ultima di analizzare una ampia mole di dati in breve tempo. Di qui l'utilità di ricorrere a tali tecnologie nella fase di allerta precoce, nonché in quella di *early intervention* che, come è noto, impongono, da parte delle Autorità, la necessità di adottare misure immediate.

È proprio a causa della peculiarità della *funzione bancaria* all'interno del sistema finanziario che emerge la centralità della previsione del rischio di dissesto degli enti creditizi svolta dalle autorità competenti nonché degli strumenti di cui essa si avvale (*rectius*, potrebbe avvalersi).

Sullo sfondo resta la problematica, già evidenziata, relativa alla necessità che in detto ambito permanga un adeguato margine di discrezionalità tecnica in capo alle Autorità competenti in materia che i sistemi di *Intelligenza Artificiale* potrebbero limitare fortemente. Gli episodi di crisi bancarie avvenute nel passato confermano infatti l'esigenza che la Banca d'Italia e il *Single Resolution Board* possano adattare, a seconda delle circostanze, il complesso impianto normativo, messo a disposizione dal legislatore, al caso di specie connotato da specifiche peculiarità.

Se da un lato vi è dunque la «necessità di pensare oltre i modelli tipici usati» come è stato evidenziato dai vertici della Consob⁶⁶, dall'altro occorre ricordare che un utilizzo improprio dei sistemi di *IA* potrebbe vincolare le Autorità all'adozione di decisioni *opache* e condizionate da *errori di valutazione*.

Nella circostanza in cui i modelli di *Intelligenza Artificiale* acquisissero maggiore rilievo, appare evidente che le autorità non avrebbero la

⁶⁶ Cfr. l'intervento di P. SAVONA, *Errori di previsione e stabilità monetaria, finanziaria e reale: la lezione della normalizzazione*, Intervento al Convegno *Alma Iura*, Verona, 8 marzo 2024. Savona afferma altresì che «i modelli econometrici non debbano ancora essere messi in soffitta, ma i risultati insoddisfacenti possono essere integrati elaborando algoritmi capaci di prevedere l'arrivo o la cessazione di shock, ricorrendo ai metodi di analisi più avanzati che si rendono oggi disponibili».

possibilità di garantire valutazioni basate totalmente sulla propria discrezionalità tecnica, la quale vedrebbe diminuiti i propri confini.

Nel contesto così delineato, seppur in assenza di un'espressa opzione legislativa in tal senso, si ritiene che la generalità della disposizione di cui all'art. 30 *bis* della *CMDI Proposal*, qualora approvato, possa consentire l'utilizzo di sistemi informatici nella fase di previsione del rischio di dissesto bancario. Ad ogni modo, in futuro, il Legislatore, sia nazionale che europeo, dovrà necessariamente tenere in considerazione le indicazioni che provengono dalle scienze informatiche e tecnologiche poiché il momento storico attuale richiede una necessaria interazione tra discipline scientifiche al fine di tener conto delle specificità della materia di cui trattasi. In tale prospettiva, le Autorità competenti potrebbero ad esempio ricorrere a sistemi di *Intelligenza Artificiale* come supporto alle proprie decisioni conservando, tuttavia, la facoltà di adottare scelte difformi da quelle suggerite da questi ultimi. A ben ragione, si tratta di valutazioni di opportunità, cui corrispondono necessari elementi di rilievo ai fini dell'analisi e della vincolatività della valutazione, che è misura del limite posto alla discrezionalità dell'Autorità.