RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - M. PELLEGRINI
D. ROSSANO - M. SEPE - V. TROIANO

Supplemento al n. 3 /2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE
DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione - M. Pellegrini - D. Rossano - M. Sepe - V. Troiano

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

N. Casalino - V. Lemma – C. Marasco

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

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

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, S. Landini, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai *referees* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarvisi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli *standard* scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI

DI

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli Atti del Convegno

"L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici" tenutosi nei giorni 24 e 25 ottobre 2024 presso il Complesso Monumentale di Santa Chiara ed organizzato dall'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

a cura di Diego Rossano

INDICE

PAOLO SAVONA – *Indirizzo di saluti* (Welcoming speech) ……1

ROBERTO BOCCHINI – *Indirizzo di saluti* (Welcoming speech) ……8

PAOLOEFISIO CORRIAS – *Indirizzo di saluti* (Welcoming speech) ……13

DIEGO ROSSANO – *Presentazione* (Presentation) ……18

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Riflessioni introduttive* (Introduction) ……26

VINCENZO TROIANO – *Su alcuni aspetti della regolamentazione europea in materia di finanza alternativa: originating credit funds e credit insurance* (On certain aspects of European Regulation in Alternative Finance: Originating Credit Funds and Credit Insurance)……67

GIOVANNI LUCHENA – *La regolazione europea per le materie prime fra geopolitica, tutela dell'ambiente e sviluppo dell'economia* (The European regulation of raw materials between geopolitics, environmental protection, and economic development) ……79

GENNARO ROTONDO – *La regolazione europea e italiana del crowdfunding. Un possibile "modello" di regolazione per gli strumenti di finanza alternativa?* (European and Italian regulation of crowdfunding. A possible regulatory "model" for alternative finance instruments?) ……97

MARIATERESA MAGGIOLINO – *La globalizzazione finanziaria in crisi: tra neutralità economica e valori occidentali* (Financial Globalization in Crisis: between economic neutrality and western values) ……111

FILIPPO SARTORI – *Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica* (ESG factors and local banks: critical issues and prespectives of a one- size- fits- all- model) ……136

RENATO SANTAGATA DE CASTRO – *Investimenti temporanei in società e partecipazioni "autogestibili"* (Temporary investments and self-extinguishing shareholdings) ……170

SARA LANDINI – *Liability driven investments delle compagnie, investimenti alternativi e strategie di sostenibilità* (Liability driven investments of companies, alternative investments and sustainability strategies) ……209

MARCELLO MINENNA – *Dollaro, euro e yuan: tre valute globali in cerca di un equilibrio gravitazionale* (Dollar, euro and yuan: three global currencies in search of a gravitational balance) ……219

RAINER MASERA – *Economia, società e scarsità: il nuovo mondo dei sistemi di infrastrutture e dell'intelligenza artificiale* (Economics, society and scarcity: the new world of systems of infrastructures and Artificial Intelligence (AI)) ……234

FILIPPO ANNUNZIATA – *Recenti sviluppi nella disciplina degli Oicr di credito* (Recent developments in the italian Credit Oicr framework) ……257

ALBERTO URBANI – *Banche e ordinamento bancario alla prova della Capital Markets Union: alcune suggestioni* (Banks and banking regulation to the Capital Markets Union

test: some suggestions) ……..278

VALERIO LEMMA – *Innovazione tecnologica e operatività finanziaria* (Technological innovation and financial operations) ……..290

MARCO SEPE – *La nuova disciplina antiriciclaggio nell'AML Package* (The new anti – money laundering discipline in the AML Package) ……..311

PATRIZIO MESSINA – *Il direct lending come strumento di finanza alternativa. Quali prospettive in ambito europeo* (Direct lending as an alternative finance tool. Which prospects in the European context) ……..332

ILLA SABBATELLI – *La finanza non bancaria: il ruolo del comparto assicurativo* (Non – bank finance: the role of insurance) ……..345

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *Conclusioni* (Conclusions) ……..360

COMUNICAZIONI

ANNA MARIA PANCALLO – *La golden age della Finanza Alternativa: un'analisi in materia di private equity e venture capital alla luce del principio di sostenibilità* (The golden age of Alternative Finance: an analysis of private equity and venture capital in light of the principle of sustainability) ……..368

FRANCESCO ANGELO RE – *La cartolarizzazione come strumento di finanziamento alternativo per le imprese: spunti di riflessione alla luce di una recente pronuncia di legittimità* (Securitization as an Alternative Financing tool for businesses: reflections in light of a recent Supreme Court's pronuncement) ……..385

ANTONIO DAVOLA – *La responsabilità sociale d'impresa ed il futuro della Climate Change Litigation: riflessioni a valle della decisione della Corte d'Appello dell'Aia nel caso Milieudefensie C. Royal Dutch Shell (Shell 2)* (Corporate Social Responsibility and Climate Change Litigation in the aftermath of the Court of appeal in The Hague's ruling in Milieudefensie v. Royal Dutch Shell (Shell 2)) ……..402

GIANFRANCO ALFANO – *Fattori ESG e adeguata composizione del Cda delle banche nel quadro della CRD VI* (ESG factors and suitable composition of banks'boards within the CRD VI regulatory framework) ……..420

DANIEL FOÀ – *Sustainability – linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi* (Sustainability – linked bonds: Aligning incentrives through contractual agreements and regulatory constraints) ……..434

LORENZO RODIO NICO – *"Meritare" il credito nella governance digitale* ("Deserving" credit in digital governance) ……..459

STEFANIA CAVALIERE – *Alcune riflessioni sui mercati in evoluzione nell'era digitale* (Some thoughts on evolving markets in the digital age) ……..478

GABRIELLA GIMIGLIANO – *Le monete complementari come forme alternative di economia civile* (Community currencies as alternative forms of civic economy) ……..490

VITO BEVIVINO – *La predisposizione del contenuto degli stress test bancari al tempo della cronicità delle crisi. Il rilievo per gli assetti adeguati e la supervisione* (The preparation of the content of bank stress tests in times of chronic crises. The relevance for adeguate regulation and supervision) ……..514

INDIRIZZO DI SALUTI

(Welcoming Speech)

"L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici" è l'argomento del giorno.

Mi rivolgo innanzitutto agli studenti, invitandoli ad approfondire l'attuale assetto disciplinare in materia finanziaria e ricordando loro che, tuttavia, esso sta rapidamente invecchiando a causa delle recenti "ondate culturali".

Tra queste ultime, mi riferisco in particolare alla finanza alternativa, che rappresenta un vero e proprio *tsunami*. Basti pensare che Tether ha acquistato titoli di Stato statunitensi per il valore di 200 miliardi di dollari, pagando in *cryptocurrency*, cioè con il nulla! È il caso di osservare, infatti, che quando nascono, le *cryptocurrency* sono prive di un debitore. Grande invenzione! Il sogno probabilmente di tutti i grandi debitori è avere un debito senza debitore! È chiara la portata *disruptive* di una tale innovazione.

Le ondate culturali provengono dai mutamenti geopolitici, del mercato del credito e della tutela ambientale.

1) Con riguardo al mutamento geopolitico, occorre evidenziare il pericolo derivante dall'attuale tendenza a muovere più armi e meno merci, le cui principali manifestazioni sono un'inversione dell'indirizzo favorevole alla globalizzazione degli scambi e alla convivenza pacifica.

2) Con riferimento al mutamento in corso nella composizione del mercato del credito, come ho detto prima, mi riferisco alla circostanza che esso "*è investito dall'irrompere di strumenti virtuali*" (tale definizione è dell'OCSE), nonché alla diffusione delle contabilità decentrate di dimensione e portata tali da essere divenute parte del quadro geopolitico. Io sto cercando di raggiungere tra i miei colleghi un accordo sui termini da usare in questo contesto, per facilitare la comunicazione tecnica.

Il linguaggio, infatti, è utile se consente di comunicare: nel senso che, se voglio una pera, non mi puoi dare una mela. Pere e mele, nel campo della finanza alternativa, della finanza virtuale, hanno significati diversi. Un recente documento della Banca d'Italia definisce come "Token" tutte le *cryptocurrency*. Per tale via, è stata introdotta una nuova categoria in base alla quale, se si chiede un Token, bisogna specificare a quale tipologia ci si riferisce. Quindi, il tema della standardizzazione del linguaggio è molto importante, in un contesto, come quello attuale, in cui le contabilità sono suddivise in decentrate e accentrate e nella consapevolezza che, al presente, ci si sta ancora muovendo all'interno della contabilità accentrata, ancorché con riguardo a una speciale sezione della contabilità digitale, che è quella usata tra banche centrali.

3) Da ultimo, il mercato mobiliare è direttamente coinvolto nelle iniziative di protezione dell'ambiente, nonostante agisca indipendentemente dai risultati pratici conseguiti in detto contesto. Infatti, sebbene la definizione dei criteri, anche contabili, si trovi in stato avanzato, la tutela ambientale, in concreto, non è stata implementata, *a fortiori*, dopo i recenti eventi bellici.

Ho proposto di procedere in parallelo e non soltanto in via assertiva, avendo cura di precisare che la tutela non può essere predisposta sul piano contabile, perché tale scelta rischia di essere pregiudizievole per le imprese.

Per quale motivo l'Italia è particolarmente esposta a questi tre *tsunami* (deglobalizzazione, virtualizzazione delle attività e ESG - *rectius* tutela ambientale)? Perché l'Italia presenta un modello di sviluppo basato sulle esportazioni e, quindi, ha bisogno di liberi mercati. Orienta in tal senso la circostanza che la popolazione italiana ammonta a circa sessanta milioni e che, dunque, il nostro Paese non può competere con i due Paesi più popolosi, dei quali uno soltanto conta un miliardo e duecentomila persone e, insieme all'altro, contano due miliardi e mezzo di persone. Si consideri, in altri termini, che la Cina oggi ha la popolazione che aveva il mondo nel dopoguerra (e attualmente siamo sette miliardi e ottocentomila in tutto il pianeta). Cinque miliardi di persone hanno beneficiato di questo! Abbiamo bisogno di mercati aperti; invece, ogni

giorno affrontiamo lunghe dispute sulle quali sono le tasse o le protezioni, che dobbiamo introdurre.

Quale è la preoccupazione che hanno gli organi di vigilanza e le imprese?

La preoccupazione è che è in corso un processo di divisione normativa tra comparto tradizionale e virtuale del mercato finanziario. Si sta delineando un corpo normativo dedicato a quest'ultimo comparto, che contiene le regolamentazioni delle *cryptocurrency* e delle *tokenizzazioni*, come il MiCAr. Negli Stati Uniti, si vanno legittimando la creazione e l'uso delle *cryptocurrency* come espressione del principio di libertà costituzionale dell'individuo e, addirittura si intende creare borse di *trading* di questi tipi di strumenti, regolati a parte. Per converso, nell'Unione Europea si punta a una regolamentazione distinta, mediante la frammentazione di TUF e TUB, dedicando maggiore attenzione ai problemi etici (tutela dei diritti umani) e alla protezione dell'ambiente. Quindi stiamo facendo un passo indietro rispetto al 1985, anno in cui si arrivò all'unificazione della trattazione normativa finanziaria. Si assiste a una spaccatura degli stessi organi di vigilanza, con ovvie difficoltà operative. Si consideri che adesso siamo obbligati ad autorizzare chi vuol fare il *trading* sulle *cryptocurrency* e ci arrivano documenti in cui *blockchain* e DLT vengono trattati allo stesso modo, ma noi sappiamo che la *blockchain* è meno penetrabile del DLT, anche se, qualcuno ha detto che è penetrato nella *blockchain*! Occorrerebbe dunque un po' di cautela…

Nakamoto ha proposto una contabilità elettronica impenetrabile, mentre l'inventore di Tether ha creato un sistema che è più aperto alla conoscenza esterna. Evidentemente, dal punto di vista della protezione cibernetica è molto più importante predisporre un sistema forte per il DLT rispetto a uno meno forte con la *blockchain*, salvo che non si dimostri che è possibile penetrare ogni forma contabile.

Qual è il problema principale del nostro Paese?

Non abbiamo un sistema finanziario sufficientemente sviluppato rispetto al nostro sistema monetario, anche perché siamo in una situazione tale in cui si continua

a proteggere la moneta più della finanza, pur essendo quest'ultima un più efficace strumento di protezione del risparmio. L'esempio è dato dalla scelta di introdurre la clausola del *bail-in* nelle procedure di salvataggio delle banche; se una banca fallisce viene rimborsato il deposito-moneta fino a 100mila euro. Al di sotto di tale soglia è ormai presente il 98% dei depositi. Pur essendo la finanza più importante della moneta come investimento del risparmio a fini produttivi, essa non viene rimborsata in caso di fallimento della banca (il *bail-in*). Dal 2008 ad oggi il valore della moneta ha registrato una perdita reale pari al 26%; il risparmio investito in attività finanziarie ha avuto in epoca più recente un buon rendimento, confermandosi un miglior strumento protettivo. Occorre quindi invogliare almeno quel 98% di risparmiatori che ha depositi in eccesso ai 100 mila euro di investire in finanza. Ma non basta. In un recente convegno sulla *Storia* della Consob ho precisato che "*non bisogna proteggere la finanza in generale, ma le borse valori! Dove il risparmio trova la migliore protezione perché ancorata alla parte migliore della produzione reale.*"

Tutti vogliono l'unione del mercato dei capitali, che nell'attuale assetto non si potrà avere finché non c'è un chiarimento sulla finanza alternativa. E allora, che cosa dobbiamo cercare di fare, in fondo, almeno in Europa dove ci sono due sole borse importanti, quella tedesca ed Euronext? Fonderle e creare l'unione delle borse valori. Questo è il vero obiettivo, perché storicamente, se guardiamo le statistiche, come vi ho detto, la moneta ha perso il 26% dal 2008 mentre, ad un certo punto, chi aveva investito in borsa e mediamente aveva fatto operazioni intelligenti, ha rendimenti nell'ordine del 50%. Allora, la Borsa è il modo di portare più finanza (di rischio) alle imprese; se ci si indebita a 15-20 anni attraverso gli strumenti finanziari tradizionali ci si può trovare in difficoltà nei momenti di crisi. Invece, se l'investitore ha titoli di debito nel lungo periodo, come le azioni, le imprese hanno il tempo di riprendersi. In altri termini, supponiamo che la guerra – uno dei tre *tsunami* di cui abbiamo parlato – vada ancora avanti e che le borse, come sembra attualmente stia accadendo, ne risentano in una certa percentuale; ebbene, a lungo andare, chi possiede beni reali e, quindi,

possiede titoli rappresentativi di beni reali, gode di protezione. Infatti, l'art. 47 – che, nella seduta di ieri la professoressa Sciarrone Alibrandi ha difeso correttamente – alla fine dice che il risparmio va protetto (e che è quindi un valore costituzionale), però se poi non viene protetto, chi è che paga? Io mi ero rivolto a Giuliano Amato, che è un caro amico, e lui mi ha detto "*la Corte Costituzionale non ha potere d'iniziativa*". Allora chi lo ha? Il Governo! Dovrebbe averlo il custode supremo della Repubblica e della Costituzione, che è il Presidente della Repubblica, il quale però non è che abbia poteri di intervenire sulla creazione monetaria o sulla legislazione di tutela della finanza. Siamo in una situazione estremamente delicata.

Quindi, come primo passo bisognerebbe cercare di cambiare l'*ottica di movimento*! Io sono membro di diritto del Board dell'ESMA, che però non ce la fa o, se ce la fa, ce la farà come tutte le norme europee che poi vengono accompagnate da qualcosa che si chiama *gold plating*. Mi riferisco al fatto che ogni paese riceve la direttiva per poi discostarsene, quindi, alla fine la direttiva non è efficace nei suoi obiettivi di trattamento unitario, fondamento del buon funzionamento del mercato. Ma allora cosa si deve fare? A mio avviso bisogna mettere le mani nelle istituzioni, che è forse la campagna più a lungo termine che sto conducendo - tra l'altro ben sorretto da Rainer Masera -. Alla fine della storia, al presente, coesistono 4 monete, alcune pubbliche e altre private: da una parte, infatti, abbiamo la base monetaria della Banca centrale (come chiarito da Friedman-Schwartz) e i depositi bancari che sono moneta componente l'acronimo M2 usato da tutti gli economisti per definire la quantità di moneta; dall'altra parte, sono nate le *cryptocurrency* come monete a uso privato. Si pensi che alcuni grandi produttori di *made in Italy* si vantano dicendo "*noi venderemo i prodotti in contropartita dei bitcoin*", ma non sanno che stanno dirompendo il sistema, perché stanno legittimando l'uso di una moneta che non esiste, che non è moneta legale, che non ha protezione legale da questo punto di vista. Inoltre, il MiCAr, la direttiva europea in materia, ha introdotto ufficialmente la definizione di *stablecoin* che già circolava nella prassi, tant'è vero che, nella divisione degli accordi su chi vigila

tra noi e la Banca d'Italia, quest'ultima, dopo aver a lungo negato che le *cryptocurrency* sono moneta, ha attratto a sé la competenza in materia di vigilanza sulle stesse.

Quindi, abbiamo almeno 4 monete; se ci sono 4 monete, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria cambia. Quindi, la mia tesi è: fate una sola moneta legale e, se volete rispettare la libertà delle persone, consentite loro di fare il *trading* con le *cryptocurrency* o con le *stablecoin*, però se ne assumano tutta la responsabilità! Non dovete dare nessuna garanzia. Invece, la situazione è tale che ormai, sia gli Stati che i privati hanno legittimato l'uso di questa ulteriore moneta.

Il passaggio della finanza alla contabilità decentrata penso debba essere di tipo DLT perché è l'unica che consente di fare contratti "intelligenti", gli *smart contracts*; se usi *blockchain* sei bloccato da regole estremante precise, creando difficoltà operative. Non credo che il problema sia stato risolto nelle 360 pagine di MiCAr. Abbiamo impiegato mesi e mesi per raggiungere un accordo con Banca d'Italia, perché quest'ultima vorrebbe affidare alla Consob il compito di vigilare su tale comparto della finanza, ma non si sa come procedervi. La Consob, tra l'altro, non dispone di adeguata potenza di calcolo per indagare e interpretare e in alcuni casi che cosa succede in quel mondo? Si consideri che la Banca al presente dispone di circa 300 economisti, mentre la Consob ne ha solo 13! Bisogna adattare le istituzioni a questa novità!

É forse obbligatorio muoversi verso le contabilità decentrate? No, e se potessimo farne a meno per un certo periodo sarebbe meglio, così ci potremmo preparare ad affrontarle, ma il resto del mondo si sta muovendo velocemente, applicando le contabilità decentrate. Chi sta vigilando le borse di *trading* negli Stati Uniti aventi ad oggetto i *bitcoin* (e quindi la *blockchain*)? Il mio "collega" Gensler, della SEC, non voleva ammettere il *trading* su *bitcoin*, ma gli è stato imposto di farlo da un giudice del Delaware.

La mia posizione è che se si intende affrontare il problema dell'invecchiamento delle istituzioni, bisogna chiarire che tipo di contabilità verrà utilizzata. Questo è il suggerimento che intendo dare, nel presupposto che abbiamo bisogno di

globalizzazione, come pure delle borse come fattore di produzione; non possiamo restare isolati e dobbiamo adattarci alla realtà.

Ho chiuso il mio intervento il 25 giugno in Borsa a Milano citando una frase di Kierkegaard, un filoso difficile da capire ma dotato di una visione moderna; egli ha affermato che "l'uomo ricerca la libertà ma non si rende conto che alla fine questa libertà può perderla, non per colpa sua, ma perché gli altri praticamente sono in grado di condizionare le sue scelte!" Viviamo esattamente in questa condizione.

Paolo Savona

Presidente della Consob

INDIRIZZO DI SALUTI

(Welcoming Speech)

Il tema dell'interessante incontro di studi promosso ed organizzato con la nota vivacità culturale dal Prof. Diego Rossano segue un percorso culturale che abbiamo da tempo avviato nel nostro Ateneo approfondendo i temi sui quali sono in corso le più importanti evoluzioni economiche e giuridiche dell'Europa e che tracciano il nostro futuro non solo come Nazione, ma anche come Mezzogiorno, penso ai temi del digitale, del *green deal*, della sostenibilità anche alla luce della direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDDD), 1760/2024.

La capacità di reperire risorse finanziarie è un elemento fondamentale per sostenere il processo di crescita e di creazione di valore e, quindi, il *management*, chiamato a sostenere il piano di investimenti, deve anche selezionare la forma tecnica di finanziamento più adatto alle diverse esigenze delle imprese.

Invero la finanza innovativa mette a disposizione una serie di strumenti alternativi e complementari al tradizionale credito bancario utili per finanziare e sostenere il capitale circolante e, quindi, i soci si trovano a dover finanziare le imprese non solo attraverso il sistema bancario o attraverso l'apporto personale di capitali in quanto legarsi esclusivamente al sistema bancario comporta ovviamente che in caso di stretta del credito le ripercussioni negative sulle performance della società e sulla loro crescita sono immediate e senza soluzione.

Le società devono dotarsi di una struttura finanziaria adeguata per una corretta diversificazione delle fonti di finanziamento.

Si apre, quindi, il campo alla finanza complementare alternativa rispetto al sistema bancario, innovativa quindi di meccanismi che vengono resi anche attraverso le piattaforme tecnologiche, minibond, crowdfunding, invoice trading, direct lending, *private equity* e *venture capital*, sono alcuni dei sistemi alternativi si tratta di sei canali

di finanziamento individuati in confronto con il credito bancario e che permettono quindi di ottenere finanza alternativa da parte delle imprese.

Nell'ambito di questa diversificazione di accesso al mercato dei capitali specialmente per le piccole e medie imprese è stata promossa l'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU) con la quale si è inteso progredire nella costruzione di un mercato unico per una Unione economica e monetaria forte. Con questo tipo di azioni si vuole trasferire l'intermediazione finanziaria verso i mercati di capitali con l'abolizione degli ostacoli che impediscono gli investimenti transfrontalieri e creando un ambiente funzionale in termini concorrenziali per favorire la crescita delle piccole e medie imprese che rappresentano la vera forza economica del nostro paese.

L'Unione dei mercati di capitali mira quindi a dotare le imprese di nuovi finanziamenti a costi inferiori, di rafforzare gli investimenti transfrontalieri attraendo un maggior numero di investitori esteri e di rendere l'accesso al mercato dei capitali utile anche per quelle aziende collocate in un mercato di nicchia tutelando gli investimenti di tali aziende e favorendo la loro crescita.

In tal senso la finanza alternativa rappresenta sicuramente una soluzione efficace per ampliare il ventaglio di opportunità a disposizione delle piccole e medie imprese non solo italiane ma anche europee ottenendo finanziamenti provenienti da soggetti diversi dagli istituti bancari rispetto al tradizionale capitale di debito.

L'emissione diretta di obbligazioni e quindi *minibond* rappresenta una delle soluzioni anche se l'esistenza di specifici vincoli normativi interni può rappresentare un freno per poter sviluppare tale tipo di investimenti alternativi. Per esempio tali titoli devono essere sottoscritti da soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale e quindi vi è intrinseca difficoltà di individuare tali soggetti che si assumono la responsabilità della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

La **fintech** rappresenta un altro mondo nel quale l'innovazione dei servizi finanziari attraverso la tecnologia può dar corso ai sistemi di finanza alternativa.

Il tema è, quindi, quello di comprendere come, nel rispetto delle regole e nella centralizzazione che il mercato sempre più vive in ambito nazionale ed europeo, possano ricavarsi degli spazi e direi dei porti sicuri nei quali le piccole e medie imprese possono crescere permettendo al mercato una maggiore concorrenza e non una centralizzazione dettata sul fronte finanziario dall'imbuto della finanza erogata solamente dal sistema bancario e nel mondo commerciale dalle supply chain quelle catene di filiere governate da un capofila all'interno delle quale sui principi della sostenibilità si determina un accentramento sempre maggiore da parte delle società capofila che diventano quindi responsabili della catena, ma allo stesso modo dei soggetti che possono addirittura con dei sistemi di eterodirezione governare l'intero mercato.

Punto cruciale che sottopongo alla attenzione degli illustri studiosi che parteciperanno agli studi è se in una vera ottica concorrenziale l'accentramento del mercato in mani di pochi sotto la bandiera dei controlli e del rispetto delle regole da parte di tutti non determini, invece, la fine del mercato libero perché le fonti economiche e penso alle banche o le fonti del commercio tradizionale e penso ai capofila dille *supply chain* accentrano nelle mani di pochi lo sviluppo economico.

L'evoluzione del sistema bancario e dei finanziamenti, del mercato digitale e del commercio elettronico, delle catene delle filiere produttive nell'ambito del dovere di diligenza ai fini della sostenibilità, di cui alla recente direttiva del 2024, mi inducono a pensare che il sistema evolve sempre di più verso un accentramento del controllo con una grande difficoltà di avere un'evoluzione decentrata dei sistemi che permetta anche alle piccole e medie realtà economiche di poter competere adeguatamente sul mercato.

Nel sistema bancario e dei finanziamenti come abbiamo apprezzato nel corso degli anni, e voi oggi siete qui ad approfondire il tema, la finanza alternativa rappresenta un'importante sviluppo del settore dovendo individuare i sistemi

attraverso i quali tutelare e far sopravvivere anche le piccole e medie imprese senza dover “passare” per i grandi poteri finanziari e bancari.

Su altro fronte, non meno rilevante, nel mercato del commercio elettronico, la tutela delle PMI passa attraverso dei *corpus* normativi, *Digital Service Act* e *Digital Market Act*, con i quali si intende tutelare i soggetti economicamnate più deboli rispetto alle grandi piattaforme digitali (VLOP) e ai grandi motori di ricerca (VLOSE) attraverso un sistema di responsabilità per colpa in capo a tali soggetti e non attraverso un potere di controllo. Infatti le piattaforme ed i motori di ricerca diventano responsabili della gestione dei sistemi elettronici del commercio, nel senso che se l'Autorità intima al gestore di individuare e/o sospendere dei comportamenti ritenuti illeciti, i regolati devono essere tecnicamente in grado di eseguire l’ordine del regolatore.

D’altronde, sotto altro profilo, l’evoluzione del legislatore europeo è verso questa linea di tendenza avendo, come stella polare, anche in altro campo l’obiettivo della sostenibilità. Infatti nelle *supply chain* (Direttiva 1760/2024) la società al vertice della catena deve controllare che effettivamente siano rispettate le normative sulla sostenibilità e di cui sono responsabili rispetto alle PMI all’interno della catena avendo però in questo modo un controllo indiretto.

In sintesi, e pur con i limiti di tempo qui concessi, appare evidente che i nuovi *corpus* normativi del legislatore europeo sono nella direzione per la quale il regolatore chiede l’apporto del regolato al fine di applicare le regole che disciplinano il mercato. Si deve allora comprendere quali siano di sistemi alternativi attraverso i quali riuscire a creare fonti alternative di finanziamento per permettere di uscire dalla stretta logica dil capitalismo.

In un sistema in evoluzione, come è sicuramente il sistema digitale e il commercio elettronico, diventa ancora più importante che il regolatore permetta l'effettivo sviluppo del mercato in considerazione del fatto che il potere planetario nel mercato digitale deve svilupparsi in un ambiente sostenibile nel quale non si

esauriscano le energie terresti, ma le risorse economiche, e finanziarie non finiscano nelle mani di pochi e in questo senso le regole diventano determinati per la tutela effettiva della concorrenza.

Roberto Bocchini

Prorettore agli affari giuridici

nell' Università Degli Studi Di Napoli "Parthenope"

INDIRIZZO DI SALUTI

(Welcoming speech)

In qualità di Presidente di AIDA Italia sono molto lieto di porgere ai partecipanti a questo importante convegno, il saluto dell'Associazione. Ringrazio sinceramente per l'invito gli organizzatori, l'Università degli Studi di Napoli Parthenope, e in particolare, il prof. Diego Rossano, che ha curato l'iniziativa anche – e per la prima volta – nel suo ruolo di Presidente della AIDA Sezione Campania.

In proposito esprimo un particolare apprezzamento per la costituzione e per la piena operatività della Sezione Campania, in quanto ciò consente la ulteriore diffusione dello studio della materia assicurativa nelle realtà campane, ad iniziare dai prestigiosi Atenei di Napoli e di quello, ugualmente prestigioso, di Salerno. Con la costituzione di questa importante Sezione, guidata da Diego Rossano in qualità di presidente, da Nicola de Luca come vicepresidente e da Alessio di Amato come segretario, si è portato a termine il – per il vero ambizioso – programma del Consiglio direttivo e della Giunta esecutiva di AIDA Italia, volto ad assicurare la presenza di Sezioni dell'Associazione in tutte le regioni italiane. In tale prospettiva è stata recentemente costituita la Sezione Lazio-Molise, che verrà inaugurata a Roma il 9 gennaio 2025 e, tra il 2023 e 2024, sono state costituite e inaugurate la Sezione Umbria-Marche e quella Puglia-Basilicata. Va anche ricordato che nel mese di dicembre del 2025, è stata costituita, con il modello della Sezione autonoma, AIDA Italia Giovani, che svolgerà una importante attività in ambito internazionale e, soprattutto, europeo e che farà il proprio esordio a L'Aquila nel convegno che si terrà il 13 marzo 2025.

Ho piacere con l'occasione di illustrare sinteticamente i caratteri e l'attività della nostra Associazione.

AIDA Italia è stata fondata nel 1960 e, quindi, inizialmente presieduta dal Prof. Antigono Donati, il quale costituiva, all'epoca, il massimo esperto italiano di diritto

delle assicurazioni e al quale successivamente si sarebbero affiancati, tra i più autorevoli studiosi della materia, Agostino Gambino, Giovanna Volpe Putzolu, Gianguido Scalfi e Giulio Partesotti.

Al prof. Donati è succeduto, in qualità di presidente, il Prof. Agostino Gambino, il quale ha guidato per molti anni l'Associazione consegnando la stessa nei primi anni dieci di questo secolo, sino al 2022 quando è subentrato il sottoscritto, al Prof. Paolo Montalenti. Grazie alle autorevolissime e assai operose conduzioni di Gambino e Montalenti, l'Associazione si è sviluppata notevolmente ed ha ottenuto notevole apprezzamento sia nelle sedi internazionali che in ambito interno.

L'Associazione persegue fini scientifici e si occupa dello studio, dell'approfondimento e della divulgazione delle tematiche relative al diritto delle assicurazioni, da intendersi in senso lato ed in tutte le sue varie dimensioni, anche nella prospettiva europea e internazionale. Essa assolve agli scopi associativi attraverso l'organizzazione di convegni, tavole rotonde, seminari ed approfondimenti; la redazione di progetti di legge o di trattati internazionali, la predisposizione di condizioni generali assicurative e la redazione di pareri.

AIDA Italia ha una spiccata vocazione internazionale ed europea. Essa, infatti, è componente fin dalla fondazione (1960) di AIDA World, Associazione Internazionale di Diritto delle Assicurazioni costituita dalle Sezioni Nazionali dei principali paesi dell'Europa, dell'America, dell'Africa e dell'Asia: un *unicum*, possiamo dire, nell'ambito delle Associazioni in materie giuridiche. È significativo, in proposito, che il primo Congresso Mondiale di AIDA World si è tenuto a Roma nel 1962, sotto la presidenza di Antigono Donati con la presenza del Presidente della Repubblica Giovanni Gronchi. La nostra Sezione nazionale – che attualmente esprime il presidente del Comitato scientifico - ha inoltre nuovamente ospitato un Congresso Mondiale di AIDA World (il XIV) sempre a Roma, a fine settembre 2014, durante la presidenza di Paolo Montalenti. Sempre al di fuori dai confini nazionali, AIDA Italia, inoltre, svolte un importante ruolo in AIDA Europe anche attraverso, dal 2024, la copresidenza di tale Associazione

europea.

Nonostante siffatta marcata propensione internazionale AIDA Italia cura e valorizza grandemente la dimensione organizzativa nazionale e regionale. La Sezione italiana, infatti, è articolata in Sezioni regionali, che coprono, come si è anticipato, l'intero il territorio della Repubblica. In proposito AIDA Italia, oltre ad organizzare il proprio convegno annuale, svolge una funzione di coordinamento in ordine ai Convegni organizzati dalle Sezioni regionali, le quali, peraltro, attuano autonomamente anche incontri di natura seminariale, rivolti alla formazione professionale, specialmente in ambito forense.

Rientra tra i compiti dell'Associazione intensificare i rapporti con le Associazioni scientifiche di settore interessate a tematiche assicurative, organizzando iniziative comuni e ciò, sul piano esclusivo dello scambio scientifico-culturale, senza alcuna implicazione sul piano delle appartenenze e senza alcun condizionamento derivante dalla organizzazione accademica. Altro importante compito dell'Associazione è favorire l'insegnamento del diritto assicurativo, a livello sia universitario che post-universitario.

L'Associazione pubblica i risultati dei suoi lavori e informa in ordine alla propria attività tramite la Rivista Assicurazioni, fondata nel 1934 da Antigono Donati e con la quale è formalmente collegata. Le Sezioni regionali hanno anche lo specifico compito di segnalare i principali provvedimenti delle Corti delle rispettive Regioni in modo da favorirne la diffusione e la pubblicazione.

L'attività di AIDA Italia è ulteriormente incoraggiata dal grandissimo sviluppo che ha avuto in questi ultimi anni il diritto delle assicurazioni, il quale è passato – grazie ad alcune tematiche che si sono particolarmente espanse e diffuse – da materia settoriale, seppure tradizionalmente da sempre di grande interesse, a materia centrale nell'ambito del diritto dei mercati regolamentati e dello stesso diritto privato. Ci si può limitare a ricordare, al riguardo, il rilievo assunto da alcune polizze dei rami vita nel mercato finanziario; le polizze fideiussorie di cui al ramo 15 danni (art. 2, comma 3, c.

ass.), che investono in pieno l'istituto delle garanzie personali del credito e, in particolare, del contratto autonomo di garanzia; le assicurazioni della responsabilità civile, specie in ambito sanitario e con particolare riguardo al tema delle *claims made*, che lambiscono temi delicatissimi di teoria generale del contratto – quali la causa in concreto, la meritevolezza degli interessi, l'adeguamento e la conformazione del negozio –; le assicurazioni contro i danni alla persona, che, tra l'altro, pongono il problema del cumulo della prestazione dell'impresa con quella del danneggiante ed hanno portato ad evocare il controverso concetto della *compensatio lucri cum danno*; le assicurazioni contro il rischio di invalidità grave che determina non autosufficienza, che inducono a soffermarsi sul ruolo che il modello assicurativo svolge nel complesso sistema del *welfare state*; il sempre più rilevante utilizzo del contatto di assicurazione sulla vita a favore di terzo e, segnatamente, degli eredi, come strumento para-successorio; ancora, il rilievo centrale che meccanismi di tipo assicurativo stanno assumendo nella gestione dei rischi catastrofali e, più in generale, nel contesto della transizione sostenibile in atto. In definitiva, queste e tante altre manifestazioni del fenomeno assicurativo impensabili sino a qualche decennio fa, hanno fatto emergere il ruolo centrale della materia della cui autonomia nel panorama giuridico allo stato non si può più dubitare.

Sino a tempi recentissimi, AIDA Italia ha operato organizzando Convegni ed iniziative scientifiche, anche di grandissimo rilievo, unicamente, tramite le Sezioni regionali. L'ultimo consiglio direttivo AIDA, eletto nel luglio del 2022, che ho il privilegio di coordinare, ha però stabilito che dal primo anno utile, in aggiunta all'attività delle Sezioni, si sarebbe organizzato un convegno nazionale annuale, organizzato a turno, di concerto con AIDA Italia, da ognuna delle Sezioni Regionali.

Il primo convegno nazionale, tenutosi nei giorni 21 e 22 di settembre 2023 in Roma, presso la Fondazione Luigi Einaudi, è stato organizzato dalla Sezione Lombardia, di concerto con AIDA Italia. Nell'ambito dell'incontro, riuscitissimo, dal titolo "Assicurazione per i danni da catastrofi naturali. Trasparenza delle polizze di assicurazione. Verso un diritto delle assicurazioni al servizio di un Paese moderno ed

efficiente", sono stati approfonditi argomenti di notevole rilievo ed attualità ed i relativi contributi sono stati raccolti in un volume dal titolo "Copertura dei danni catastrofali e trasparenza delle polizze: le attuali sfide del mercato assicurativo", pubblicato per i tipi della Esi, nel 2024.

Il secondo convegno nazionale, avente ad oggetto "Assicurazione e responsabilità da prodotto difettoso: le nuove sfide dell'intelligenza artificiale e del *prosumerismo*", organizzato dalla Sezione Toscana, sempre di concerto con AIDA Italia, si è tenuto a Firenze il 9 febbraio 2024, nel Palazzo Incontri.

Il terzo convegno nazionale sarà organizzato da AIDA Italia con la Sezione Piemonte – Valle d'Aosta e si terrà nell'autunno del 2025. In esso verrà trattato il tema della assicurazione obbligatoria in tutte le sue dimensioni e con particolare riguardo alle più recenti manifestazioni.

Paoloefisio Corrias

Presidente AIDA - Associazione Internazionale di Diritto delle Assicurazioni

Presentazione

(Presentation)

1. L'iniziativa di organizzare un convegno dal titolo "*L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici*", si inserisce all'interno delle attività scientifiche programmate nell'ambito del PRIN 2020 dal titolo "*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory"*. Mi si consenta preliminarmente di spendere qualche parola sulla meravigliosa sede nella quale si svolge quest'incontro: il Monastero di Santa Chiara è stato costruito su impulso di Roberto d'Angiò, nonché di sua moglie Sancha di Maiorca ed è stato completato nell'anno 1328. Durante la seconda guerra mondiale, un bombardamento degli alleati provocò un incendio durato quasi due giorni che distrusse in parte alcuni interni della chiesa e causò la perdita di gran parte delle opere di Giotto. Questo evento ispirò, tra l'altro, una celebre canzone del 1945 nella quale un emigrante diede voce al proprio desiderio di far ritorno a Napoli, pur preoccupato di ritrovare una città distrutta dalla guerra.

Venendo al tema oggetto dell'iniziativa congressuale, esso è stato dettato dal delicato contesto economico nel quale viviamo che ha suggerito ad un gruppo di studiosi di realizzare una riflessione comune sui profondi cambiamenti che ha subito il mercato nel corso degli ultimi anni e sulle prospettive di riforma.

La ricerca, che compete all'Unità istituita presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope", riguarda l'identificazione di apposite forme di finanziamento per le PMI, alternative rispetto a quelle tradizionali e si è sviluppata tenendo ben presente i vincoli posti dalla normativa di riferimento a presidio delle istanze di carattere generale. Il difficile contemperamento tra i diversi interessi in gioco, vale a dire quelli delle imprese a conseguire le risorse necessarie per svolgere la propria attività produttiva, e quelli degli istituti bancari, tenuti ad erogare finanziamenti a favore di soggetti che siano in grado di assolvere agli impegni assunti, potrebbe incoraggiare le PMI a ricorrere ad

innovative fonti di finanziamento.

Di ciò sono consapevoli i vertici delle Istituzioni europee che da tempo ormai promuovono la creazione di una Capital Markets Union (CMU), progetto a lungo termine, strutturato dalla Commissione Europea (CE) per favorire la mobilitazione dei capitali in Europa e immaginato come un punto di svolta per tutte le imprese, soprattutto medie e piccole. Si è in presenza di un piano che, col chiaro obiettivo di offrire un preciso quadro regolatorio, è finalizzato ad assicurare il rafforzamento patrimoniale delle imprese, anche attraverso la loro quotazione sui mercati. Tuttavia, nonostante i progressi compiuti (ci si riferisce, tra l'altro, all'adozione di alcuni *Action Plan* susseguitisi nel tempo) in Europa non si è raggiunto, al presente, un livello di integrazione dei mercati dei capitali auspicato, essendo questi ultimi frammentati e perlopiù concentrati su base nazionale[1].

Nel delineato contesto, impattano i rischi cd. geopolitici di questi anni che hanno ostacolato la realizzazione del summenzionato progetto, producendo altresì effetti negativi sull'attività economica dell'Europa la quale, a nostro avviso, ha avuto almeno due reazioni. Si ha riguardo, in primo luogo, agli interventi tesi a proteggere il patrimonio industriale e il *know how* nelle aree di maggior delicatezza, a partire da quelle inerenti alla difesa e alla sicurezza nazionale e, dunque, al Regolamento 2019/452 sui finanziamenti esteri diretti, i c.d. *golden powers*. Ci si riferisce, poi, ai provvedimenti in materia di cybersolidarietà adottati dal Consiglio europeo il 2 dicembre 2024, ovvero il c.d. "cyber solidarity act" (Regolamento (UE) 2021/694, Regolamento sulla "cibersolidarietà") e la modifica alla legge sulla cybersicurezza

[1] Cfr. DE GUINDOS, PANETTA, SCHNABEL, *Europe needs a fully fledged capital markets union: now more than ever*, in *ECB Blog*, *2020*, disponibile al seguente *link*: https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200902%7Ec168038cbc.en.html; ESMA, *Building more effective and attractive capital markets in the EU. Position Paper*, 22 maggio 2024, disponibile al seguente *link:* https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA24-450544452-2130_Position_paper_Building_more_effective_and_attractive_capital_markets_in_the_EU.pdf; ELEC, *Why Capital Markets Union has become a "must have" and how to get there. Position Paper*, febbraio 2024, disponibile al seguente *link:* https://eleclece.eu/wp-content/uploads/2024/02/ELEC-posit ion-paper-Why-EU-Capital-Markets-Union-has-become-a-must-have-and-how-to-get-there-February-2024-v2.pdf

(cybersecurity act – CSA, Regolamento (UE) 2019/881); tali misure sono tese a rafforzare la solidarietà e le capacità dell'Unione di rilevamento delle minacce e degli incidenti di cibersicurezza e di preparazione e risposta agli stessi. Un settore di particolare interesse, in relazione a tale tipologia di interventi, è stato poi quello in materia di spazio esterno sul quale sono state concentrate le politiche dell'Unione europea degli ultimi anni.

2. Si è in presenza di *risposte di squadra*, emblematiche della capacità dell'Europa di reagire collettivamente di fronte a condizione di difficoltà, come avvenne in occasione dell'adozione del piano "Next Generation EU", che si configura come il provvedimento principale per contenere le ripercussioni negative sul piano economico derivanti dalla crisi pandemica. Detto piano ha trovato la sua legittimazione nell'articolo 122 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), nel quale il concetto di *solidarietà* tra Paesi è declinato in una prospettiva competitiva, permettendo agli Stati membri bisognosi di risorse di accedere a forme di assistenza finanziaria concertata con l'Unione, pur nei limiti e nel rispetto di severe condizioni[2]. Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), quale strumento di attuazione del Next Generation EU, prevede una procedura tecnica articolata per l'erogazione dei finanziamenti, il cui rimborso, tuttavia, dipende da una verifica accurata, da parte delle autorità competenti, del conseguimento degli obiettivi prefissati e dell'effettiva realizzazione delle riforme necessarie. È tuttavia auspicabile che tali riforme vengano effettivamente adottate, visto che, allo stato attuale, i risultati ottenuti non sembrano appagare pienamente le aspettative.

L'emergenza sanitaria e i conseguenti provvedimenti assunti per fronteggiarla hanno dato origine ad un ampio *corpus* normativo, articolato attraverso provvedimenti denominati, a seconda della finalità, decreti «cura Italia», «rilancio», «ristori», «sostegni» e, appunto, il PNRR. Tali interventi, seppur distinti, possono essere

[2] Cfr. CENTURELLI, *Verso un futuro migliore: azioni nazionali ed europee sulla politica di coesione per riparare il tessuto sociale, disattivare gli squilibri causati dalla crisi Covid-19 e rilanciare l'economia*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 2020, p. 723.

considerati veri e propri strumenti di politica economica, equiparabili a mini-manovre finanziarie destinate a rispondere alle criticità derivanti dalla crisi.

Gli eventi emergenziali che hanno segnato gli ultimi anni, come la pandemia globale e i conflitti bellici tuttora in corso, hanno accentuato l'urgenza di predisporre forme di intervento finanziario mirato, in grado di supportare il settore delle piccole e medie imprese (PMI), colonna portante non solo dell'economia nazionale, ma anche di quella europea. Le PMI, infatti, rappresentano il fulcro produttivo di numerosi Stati membri e la loro sostenibilità è fondamentale per garantire una crescita economica inclusiva e duratura, in grado di resistere agli shock economici globali e alle sfide del futuro[3].

Da tale premessa, occorre muoversi per verificare se l'ordinamento giuridico nazionale è effettivamente pronto ad accogliere le istanze di innovazione e di trasformazione che provengono dall'Unione Europea. Sotto il profilo normativo, infatti, la sfida risiede nell'adattamento delle strutture giuridiche esistenti, a volte percepite come obsolete, per rispondere tempestivamente e adeguatamente alle nuove necessità imposte dalle contingenti difficoltà economiche e sociali.

Sicché, appare imprescindibile che gli studiosi di settore indirizzino il proprio impegno verso l'analisi delle possibili *barriere normative* e dei vincoli strutturali presenti nell'ordinamento finanziario italiano, che potrebbero ostacolare l'attuazione del piano di Capital Markets Union (CMU). L'identificazione di tali ostacoli deve essere volta a fornire indicazioni concrete per rimuoverli; in tale ottica, l'adeguamento del quadro normativo italiano, analogamente a quello degli altri Stati membri, assume una rilevanza cruciale, poiché solo un impianto legislativo che risulti tempestivamente allineato alle indicazioni di provenienza europea permetterà di favorire l'integrazione dei mercati finanziari dell'Unione. Ciò, a sua volta, consentirà di promuovere la crescita

[3] Cfr., sul punto, CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, *passim*; ID, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2020, p. 1 ss.; HEIDER, PIETER, LANGENBUCHER, LINDNER, SCHLEGEL, TRÖGER, *The Geopolitical Case for CMU and Two Different Pathways Toward Capital Market Integration*, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, *White Paper* n. 102, Aprile 2024, disponibile al seguente *link*: /https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Policy_Center/SAFE_White_Paper_102_01.pdf

economica sostenibile e di garantire la competitività dei sistemi economici nazionali nel contesto globale, in linea con gli obiettivi strategici dell'Unione[4].

3. Ciò premesso, risulta particolarmente apprezzabile l'introduzione della cd. Legge Capitali del marzo 2024, che, come abbiamo avuto modo di sottolineare in precedenti occasioni[5], rappresenta un passo iniziale fondamentale nel processo di rimozione di alcuni ostacoli all'effettivo accesso delle imprese, e in particolare di quelle piccole e medie, ai mercati dei capitali. Non si tratta di un intervento risolutivo, ma di un primo segnale di apertura che lascia sperare in un rinnovato slancio per il sistema imprenditoriale. La Legge Capitali, pertanto, deve essere interpretata come un passo verso una riforma ancora più ampia, capace di rendere i mercati dei capitali dinamici, inclusivi e in grado di sostenere l'innovazione e la competitività delle PMI, con l'obiettivo di favorire una efficace canalizzazione del risparmio verso le imprese, in piena sintonia con le esigenze di un'economia ormai orientata verso la sostenibilità.

Si è in presenza, pertanto, di una iniziativa volta a promuovere un ambiente favorevole e sicuro per gli investimenti, senza trascurare la necessaria tutela degli investitori. In tal senso, la Legge Capitali va oltre il mero miglioramento delle condizioni di accesso al mercato, mirando anche a rafforzare la fiducia degli operatori, tramite un quadro normativo più trasparente e dinamico rispetto al passato[6].

In siffatto contesto, abbiamo contribuito a formulare la proposta di revisione del disposto di cui all'art. 2483 c.c. preordinata a favorire lo sviluppo del mercato dei minibond e, dunque, ad agevolare l'accesso al medesimo da parte delle PMI[7]. Sicché, le società a responsabilità limitata potranno ora emettere titoli di debito i quali, purché

[4] Cfr. ROSSANO, *Green bond e CMU: limiti operativi e prassi operativa*, in *Teoria e prassi del diritto*, 1, 2024, 199 ss.; GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la "Capital Markets Union"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1, 2024, 20 ss.

[5] Cfr. ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del rinnovato contesto di mercato*, in *Rassegna di Diritto Pubblico Europeo*, 1, 2024, 60 ss.

[6] Per un'ampia analisi della cd. Legge Capitali si rinvia all'approfondimento curato da CALLEGARI e da DESANA pubblicato nei volumi n. 11 e 12 del 2024 della rivista Giurisprudenza Italiana.

[7] Cfr. ROSSANO, MESSINA, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Riv. dir. soc.*, 1, 2021, p. 208 ss.

destinati ad investitori professionali, saranno sottoscritti, a differenza del passato, anche da soggetti non sottoposti a vigilanza prudenziale. Tale ultima previsione deve tuttavia risultare tra le condizioni dell'emissione.

Si è in presenza di una modifica che favorisce la circolazione dei menzionati titoli nell'ipotesi in cui essi fossero emessi per essere destinati ad un pubblico di soggetti professionali; in tale circostanza, infatti, non sussisterà più l'obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale. L'intervento ha, tra l'altro, come emerge dal Dossier del Senato[8], la finalità di ridurre il costo della provvista da parte delle S.r.l., poiché la garanzia prestata dalla banca è a titolo oneroso e comporta un costo più alto per assicurarsi finanziamenti. Per quanto concerne la tutela degli investitori al dettaglio, come emerge dal medesimo documento, non vi sono cambiamenti rispetto al vigente regime poiché nel caso di circolazione tra tale tipologia di clienti continuerà a sussistere l'obbligo della interposizione dell'investitore professionale vigilato.

Un ulteriore aspetto rilevante del nuovo assetto normativo riguarda l'innalzamento della soglia massima di capitalizzazione delle PMI quotate, fissata ora a 1 miliardo di euro, che amplia la platea delle imprese che possono usufruire di benefici previsti per tale categoria[9]. La comparazione tra diversi Paesi europei in merito alla diffusione delle PMI quotate denota un significativo svantaggio competitivo tra gli Stati: in Svezia, infatti, operano circa 561 PMI quotate, un numero notevolmente superiore rispetto alle 50 della Germania, alle 183 dell'Italia e alle 290 della Francia. Nonostante il PIL relativamente contenuto, la Svezia emerge come un esempio di mercato in forte crescita.

A livello europeo, il panorama rimane diversificato, soprattutto in relazione alla definizione stessa di PMI quotata e alle regole di accesso al mercato. I dati relativi agli Stati Uniti in cui le società quotate capitalizzano oltre il 220% del PIL sono

[8] Cfr. Dossier del 6 novembre 2023, Interventi a sostegno della competitività dei capitali, A.C. 1515.
[9] Cfr. RUSSO, *L'innalzamento della soglia di capitalizzazione delle PMI quotate: ragioni dell'innovazione e (primi) problemi di coordinamento (art. 2)*, in *Giur. It.*, 11, 2024, 2489 ss.

significativamente migliori rispetto a quelli europei, tenuto conto che il valore medio è inferiore al 90% e in Italia la percentuale non supera il 40%. Tali numeri testimoniano chiaramente le disuguaglianze esistenti tra i sistemi economici, evidenziando la necessità di politiche più efficaci per incentivare la crescita del mercato dei capitali in Europa.

Le ragioni alla base delle differenze soprariportate tra i vari Stati membri dell'Unione Europea riguardo alla diffusione delle PMI quotate risiedono, tra le altre, nelle regole di accesso al mercato che, in alcuni Paesi, si presentano più flessibili e favorevoli rispetto ad altri. In tale contesto, risulta cruciale il ruolo che dovrà essere assunto dall'ESMA (o da altre Autorità *ad hoc* costituite), al fine di garantire che le PMI possiedano pari opportunità nell'accesso ai mercati dei capitali, soprattutto in un momento in cui è fondamentale che le imprese raccolgano fondi e finanziamenti per sostenere la propria crescita. Tuttavia, questo obiettivo è direttamente collegato alla necessità di una revisione dell'approccio stesso di vigilanza, che talvolta appare eccessivamente *conservativo* a differenza di quanto avviene in altri contesti internazionali.

Un ulteriore punto di interesse, che il nostro gruppo di studi ha avuto modo di affrontare e sul quale ci si soffermerà nel corso dell'incontro di oggi, è la creazione di un "safe asset" europeo[10]. Il Presidente Mario Draghi ha affermato che l'introduzione di un tale strumento finanziario comune sarebbe determinante per rendere la Capital Markets Union (CMU) più facilmente realizzabile e, al contempo, più completa. Si tratta, dunque, di un passo fondamentale per la realizzazione di un mercato integrato e coeso.

Concludendo queste considerazioni introduttive, è necessario esprimere un auspicio che, pur nella sua apparente utopisticità, ci sollecita a riflettere sul completamento della CMU e dell'Unione Bancaria Europea (UBE). La mancanza di un sistema europeo di assicurazione dei depositi dimostra chiaramente la persistente

[10] Cfr. CELF, *Verso un nuovo Safe Asset Europeo. Position Paper*, ottobre 2024, consultabile al *link*: https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2024/10/Position-Paper_Verso-un-nuovo-safe-asset-europeo_-09.10.24-.pdf

carenza di volontà politica nel favorire una piena condivisione dei rischi tra i Paesi membri dell'UE. A tal proposito, è necessario un *salto culturale* per riscoprire il significato autentico della solidarietà, che implica una consapevolezza collettiva di appartenere a una comunità nella quale i costi e i benefici siano equamente distribuiti[11]. Una solidarietà che, pur non raggiungendo i livelli assoluti e radicali evocati da Aristotele o nell'Antigone di Sofocle, possa comunque promuovere un vero e proprio spirito di collaborazione tra gli Stati membri, volto al raggiungimento di obiettivi sociopolitici comuni.

È dunque fondamentale riappropriarsi del senso di solidarietà che vada oltre il mero concetto giuridico e che porti ad una collaborazione effettiva tra gli Stati membri. Se la CMU e l'UBE rappresentano un obiettivo condiviso, la realizzazione di questi progetti dipenderà dalla capacità di superare gli egoismi nazionali e di costruire una vera e propria "*filia*" europea, che permetta agli Stati membri di riconoscere il valore della cooperazione e della condivisione all'interno di una comunità che guarda al benessere collettivo e alla crescita sostenibile. Questa visione, pur nel suo idealismo, è la chiave per rendere possibile la costruzione di una solida e prospera Unione Europea, in grado di affrontare le sfide economiche globali e di rispondere alle esigenze delle generazioni future.

Diego Rossano

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

[11] Sul punto si rinvia alle ampie analisi offerte da autorevole dottrina in materia, ci si riferisce, nello specifico, a RODOTÀ, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, Bari, 2014, *passim*, nonché a ALPA, *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna, 2023, *passim*.

RIFLESSIONI INTRODUTTIVE

(Introduction)

ABSTRACT: *Questo paper analizza gli effetti dell'incidenza del crescente utilizzo di mezzi informatici in ambito finanziario, che ha determinato un profondo cambiamento nelle forme operative che danno contenuto alla realtà del mercato. Quest'ultima appare sempre più caratterizzata dalla presenza di soggetti che svolgono un'operatività alternativa a quella che si compendia in una riserva di attività a favore delle banche, che qualifica l'agere delle imprese creditizie autorizzate. L'interazione tra tecnologia e finanza ha dato luogo ad un fenomeno conosciuto come Fintech, caratterizzato da modalità differenziate di accesso al mercato digitale, che causano difficoltà nella identificazione della disciplina applicabile, con ovvie implicazioni sul piano concorrenziale. Se ne deduce che il mercato finanziario nel presente sta vivendo un momento particolarmente delicato, che interagisce sulla sua stessa identità e sulle specificità che ne contraddistinguono l'essenza.*

This paper analyses the effects of the growing use of information technology in the financial sphere, which has brought about a profound change in the operational forms that give content to the reality of the market. The latter appears more and more characterised by the presence of subjects that carry out an alternative operativity to that which is embodied in a reserve of activity in favour of the banks, which qualifies the agere of authorised credit companies. The interaction between technology and finance has given rise to a phenomenon known as Fintech, characterised by differentiated modes of access to the digital market, which cause difficulties in identifying the applicable discipline, with obvious implications in terms of competition. It can be deduced from this that the financial market in the present is experiencing a particularly delicate moment, which interacts on its very identity and on

the specificities that characterise its essence.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'ordinamento finanziario dopo la crisi del 2007… - 3. *Segue*: … e dopo l'evento pandemico. - 4. I limiti della regolazione europea. - 5. Complessità sistemica e operatività alternativa… - 6. *Segue*: … incidenza sulle 'riserve di attività' - 7. *Segue*: …la problematica dei fondi di investimento. - 8. *Fintech* e intelligenza artificiale. -9. La difficoltà di superare un difficile "guado".. - 10. *Segue*: … mercato, cambiamenti geopolitici e deglobalizzazione. -11. Verso uno sviluppo socio economico sostenibile. - 12. Quali prospettive? Il necessario auspicio di un primato della politica.

1. Il titolo del convegno odierno deve indurre a riflettere molto; la ricerca che ad esso è sottesa ha riguardo, infatti, per un verso, all'incidenza sull'ordinamento finanziario delle due crisi che si sono succedute negli ultimi decenni, per altro ai non trascurabili effetti della complessità sistemica che si è in tal modo determinata.

Ne consegue che l'attuale *meeting* si pone in prosecuzione logica rispetto a quello organizzato due anni fa da Diego Rossano sulle prospettive della supervisione finanziaria dopo le crisi testè menzionate. Anche allora le conseguenze di detti eventi, unitamente alle implicazioni del conflitto russo/ ucraino, come ebbi modo di sottolineare, minavano l'apertura ad un'era di pace e prosperità per i paesi del pianeta. Si delineava, infatti uno scenario caratterizzato da incognite ed incertezze di fondo le quali permangono tuttora, evidenziando ragioni che necessitano di approfondimento da parte degli studiosi di diritto dell'economia. Questi sono chiamati a risolvere molteplici interrogativi al fine di rinvenire adeguati strumenti tecnici ovvero di indicare rimedi di altra natura che consentano di superare l'*impasse* che ostacola una corretta ridefinizione dell'ordine giuridico del mercato; necessita, infatti, un recupero delle «catene globali del valore», al quale fa riferimento un'indagine in subiecta materia pubblicata dalla Banca d'Italia[1].

Ciò che oggi richiede particolare attenzione è l'incidenza del crescente utilizzo di mezzi informatici in ambito finanziario, per cui si individua un profondo

[1] Cfr. il *paper* intitolato *Strozzature delle catene globali del valore e performance delle imprese esportatrici italiane*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 813.

cambiamento nelle forme operative che danno contenuto alla realtà del mercato. Quest'ultima appare sempre più caratterizzata dalla presenza di soggetti che svolgono un'operatività alternativa a quella che si compendia in una *riserva* di attività a favore delle banche, che qualifica l'*agere* delle imprese creditizie autorizzate.

Detta operatività alternativa si sviluppa a seguito di una crescente interazione tra tecnologia e finanza, la quale dà luogo ad un fenomeno conosciuto come *Fintech*[2]. In particolare, si riscontrano modalità differenziate di accesso al mercato digitale, che causano difficoltà nella identificazione della disciplina applicabile, con ovvie implicazioni sul piano concorrenziale.

Se ne deduce che il mercato finanziario nel presente sta vivendo un momento particolarmente delicato, che interagisce sulla sua stessa identità e sulle specificità che ne contraddistinguono l'essenza. Si comprende che la configurabilità di quest'ultimo è legata ad eventi, la cui lettura, su un piano sistematico, consente di chiarire gli attuali accadimenti, dei quali ovviamente vanno segnalati i profili positivi e le criticità.

In tale contesto s'inquadra l'incidenza dei cambiamenti socio politici sul mercato. Viene, altresì, in rilievo il fenomeno della globalizzazione che, per solito, è valutato in termini positivi che hanno riguardo ai benefici effetti che esso produce sul piano economico; per converso, non ci si può nascondere che a detto fenomeno - ove sia strumentale alle politiche espansive di taluni Stati - può essere sotteso un intento di 'dominio' o come viene indicato da alcuni di 'imperio'[3].

Invero, in presenza di mutamenti delle relazioni tra gli Stati - specie se causati dall'insorgere di conflitti bellici che alterano pregresse situazioni di pacifica convivenza -, si chiarisce che il libero commercio internazionale non necessariamente genera pace, libertà e benessere per tutti. Ciò è di tutta evidenza oggi in quanto, a seguito

[2] Cfr. *ex multis* BANCA D'ITALIA, *FinTech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, 2017, in *www.bancaditalia.it*.; FINANCIAL STABILITY BOARD, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 2019, in *https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219*.pdf ; LEMMA, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, London, 2021.

[3] Cfr. tra gli altri WOLFF, *L'impero americano è finito MA L'America non lo accetta,* in *Limes*, n. 4 del 2023, p. 63 ss.

dell'invasione russa, sembra destinata a venir meno la parabola d'ascesa statunitense, essendosi aperte le porte all'era della *deglobalizzazione*[4].

2. Un rapido *excursus* delle innovazioni introdotte dopo la crisi finanziaria del 2007 evidenzia il profondo cambiamento della regolazione del settore che trova espressione soprattutto nella costituzione di una pluralità di organismi di controllo le cui funzioni sono distinte in base ad un criterio che tiene conto della specificità dei destinatari.

All'indomani della crisi nell'EU viene definito un quadro autoritativo di vertice, denominato SEVIF, costituito da un *network* di autorità cui compete la supervisione. Nello specifico, le funzioni di controllo dell'ordinamento finanziario europeo sono articolate su due pilastri costituiti, il primo, dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con a capo il Presidente della BCE (incaricato di controllare i rischi macroeconomici) ed il secondo da tre nuove autorità (EBA, EIOPA ed ESMA) alle quali si affianca una rete di autorità nazionali che cooperano con esse. Dette istituzioni hanno il compito di preservare la stabilità del sistema finanziario, creando la fiducia in esso e garantendo una sufficiente protezione dei consumatori dei servizi finanziari[5].

In tale impianto disciplinare diviene ipotizzabile un comune impegno delle nominate autorità per l'attuazione di forme di controllo per tutti i gruppi *cross-border*. A livello micro prudenziale, poi, gli interventi delle nuove autorità assumono, nella sostanza, un ruolo molto prossimo a quello dei comitati di terzo livello «rafforzati» di cui alla nota procedura *Lamfalussy* (atteso che la loro azione risulta in linea con i principi di sussidiarietà e proporzionalità sanciti dal Trattato)[6].

---

[4] Cfr. *ex multis* DI TARANTO, *Scenari macroeconomici della deglobalizzazione*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia,* a cura di Mirella Pellegrini, Milano, 2023, p. 69 ss.

[5] Cfr. PELLEGRINI – TROISI, *Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia,* cit. p. 385 ss.

[6] Si fa presente che la procedura Lamfalussy prevede l'istituzione dei comitati di terzo livello, costituiti dai rappresentati delle autorità nazionali di vigilanza: il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS), il comitato delle autorità di vigilanza europee delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori

Significativo, al riguardo, è l'ancoraggio istituzionale del CERS alla BCE ed al SEBC, quale è dato desumere dalla particolare composizione di tale organo di controllo. Rilevante, altresì, è il riconoscimento al medesimo di specifiche competenze volte ad assicurare la stabilità del sistema tra cui la facoltà di emanare *risk warnings* e raccomandazioni di diversa natura. Per converso, le ESAs sono in grado di elaborare regole tecniche vincolanti nelle aree delegate dalla legislazione primaria. La definizione di *standard* tecnici è forse l'attribuzione più significativa dei nuovi supervisori, in quanto strumentale alla predisposizione di una disciplina omogenea (cd. *single rulebook*) che è applicata in maniera vincolante in tutti gli Stati aderenti.

Detto complesso regolatorio è stato completato con il pacchetto dispositivo denominato CRD IV (costituito dal regolamento UE n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE). Con esso sono state recepite le prescrizioni dettate da Basilea III con riferimento vuoi a principi strettamente tecnici (concernenti il capitale, la misurazione dei rischi, i livelli di *leverage* e di liquidità), vuoi a criteri organizzativi e gestionali (in materia di *governance*, *enforcement* e poteri delle autorità di vigilanza). Si è addivenuti, quindi, ad una modifica dei canoni di adeguatezza patrimoniale delle banche, ad una più approfondita valutazione degli effetti di talune tipologie di rischio e, in particolare, ad una più compiuta analisi delle ripercussioni negative dei rischi sistemici e di liquidità.

A ben considerare, detta regolazione si è risolta in una rivisitazione dei dispositivi interni di *governance*, incidendo sulle modalità di composizione del *board* amministrativo delle società bancarie e sul regime di responsabilità nel controllo dei rischi. Essa, pertanto, risulta particolarmente gravosa per alcune tipologie bancarie vuoi per le loro ridotte dimensioni, vuoi per la loro specificità operativa. Basti pensare all'attivazione degli *stress test* (su requisiti patrimoniali delle banche sistemiche) e dell'AQR (concernente la revisione della qualità degli attivi), effettuata dalla BCE[7].

Al riguardo è significativo il fatto che la Commissione europea stabilendo alcuni

mobiliari (CESR). A tali comitati spetta il compito di contribuire all'attuazione coerente e convergente delle direttive UE.

[7] Cfr. CAPRIGLIONE, *Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia*, 2014, visionabile in *Federalismi.it*

criteri generali per la esclusione (da tale complesso dispositivo) per le c.d. *banche di sviluppo* non ha estesa tale esenzione anche alle Banche di Credito Cooperativo italiane, le quali per caratteristiche e dimensione operativa presentano requisiti che ben avrebbero giustificato la loro sottrazione alla onerosa regolazione prevista dalla BCE per le banche *significative*, qualificazione al presente attribuita alle BCC, essendo esse enti creditizi che partecipano ad un gruppo cui è riferibile detto inquadramento.

Nel delineato contesto si colloca la creazione dell'UBE, salutata dagli studiosi come una sfida per un'Europa più unita, in grado di promuovere processi che garantissero il superamento della crisi o, quanto meno, idonei a circoscriverne gli effetti. Essa segna un passo in avanti nella definizione di un progetto tecnico mirato alla omogeneizzazione delle forme operative e, pertanto, idoneo a migliorare la cooperazione tra gli Stati membri[8]. Si addiviene, infatti, al riconoscimento di sempre più ampi poteri alla BCE nei confronti di tutti gli appartenenti al sistema finanziario e, dunque, anche delle cd. *banche non significative*, sì come si evince da una pronuncia del Tribunale dell'UE (causa T-122/15) nella quale si precisa che la relazione tra BCE ed autorità nazionali "*consists in allowing the exclusive competences delegated to the ECB to be implemented within a decentralised framework*"[9].

Come è noto, la costruzione disposta dal legislatore europeo è incentrata su tre pilastri il *Meccanismo di vigilanza unico*, il *Meccanismo unico di risoluzione* e, da ultimo, quello non ancora realizzato relativo alla *Tutela dei depositi.* Non può sottacersi, tuttavia, che la nuova realtà europea è fondata su una neutralità tecnica che sembra destinata ad avere la prevalenza sulla *politica*. Le carenze di quest'ultima, unitamente al *deficit* di democrazia che connota l'apparato istituzionale europeo, sono alla base di

[8] In argomento, v. tra gli altri WYMEERSCH, *The European Banking Union. A first Analysis*, Universiteit Gent, *Financial Law Institute*, WP, 2012-07, ottobre 2012, p. 1; AA.VV., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri* (Atti del convegno organizzato dalla Banca d'Italia, Roma, 16/09/2013), in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 75; CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013; ID, CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013, I, p. 5 ss; IBRIDO, *L'Unione bancaria Europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, p. 167.

[9] Se ne veda il testo in *Riv. Trim. Dir. Econ*., 2017, II, p. 45 ss, con nota di LEMMA, *«Too big to escape»: un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del single supervisory mechanism.*

un cambiamento che rinviene nella tecnica il fondamento per la *continuità dell'eurosistema* ed evitare la disgregazione del programma avviato con il trattato di Maastricht.

A livello sistemico si individua, pertanto, una *discrasia* tra la tendenza ad un'attenuazione dello spirito europeistico e le linee operative dei vertici governativi e tecnocratici dell'UE, la cui azione procede a passo spinto verso una meta comune. Da qui l'emersione di un crescente divario tra gli interventi di riforma – che, negli ultimi anni, hanno coinvolto la *governance* dell'Unione – e la progressiva evanescenza dell'obiettivo di un'*unione politica*, vieppiù circoscritta nell'ambito di mere, enfatiche enunciazioni formulate dagli esponenti governativi.

A monte di ogni valutazione in ordine alla funzionalità della costruzione realizzata con il MUV necessita fare alcune precisazioni che consentono di comprendere la ragione di fondo per cui si individuano significativi limiti in detto modello istituzionale bancario. Intendo fare riferimento, in primo luogo, alla rilevanza dei dati dimensionali di alcune banche che connotano la compagine finanziaria europea, nella quale si rinvengono istituti creditizi con *attivi* che raggiungono l'ammontare di alcune migliaia di miliardi di euro (e, dunque, con bilanci che superano il PIL di alcuni Stati UE).

A titolo meramente esemplificativo faccio presente che al 30 giugno 2024 l'ammontare delle attività di BNP Paribas è di circa 2700 miliardi di euro, vale a dire un ammontare pari al PIL della Francia nel 2023; inoltre le italiane Unicredit e Intesa detengono congiuntamente attivi per circa 1730 miliardi di euro, importo di poco inferiore al PIL dell'Italia che nel 2023 ammontava a 2085 miliardi di euro. C'è da chiedersi, in presenza di tale realtà, se le decisioni di vigilanza della BCE non siano influenzate anche da interessi di natura politica.

Va da se che tale dimensione assurge a fattore di squilibrio relazionale nell'incontro tra gli esponenti delle banche di grandi dimensioni e quelli della BCE, la quale - pur disponendo di agguerriti nuclei di operatori (denominati *joint suprtvisoty teams*, che spesso si avvalgono anche della *expertisse* dei componenti nominati dalle

autorità nazionali) - può trovarsi talora in difficoltà; realtà ipotizzabile ove si abbia riguardo alla differente capacità di interlocuzione delle 'forze in campo'.

Al riguardo va fatto presente che le 'unità locali', anche se coordinate dalla BCE sul piano operativo, possono risultare inadeguate in ragione del fatto che le risorse umane presenti nei *teams* sono spesso caratterizzate da una cultura diversa, che può indurre ad adottare linee comportamentali ed approcci differenziati tra le varie unità nazionali. Da qui la configurabilità di un diverso potenziale cognitivo tra la BCE e le grandi banche, che rileva allorchè devono confrontarsi.

Alla luce di quanto precede necessita una presa d'atto delle conseguenze del processo evolutivo della BCE. A quest'ultima, infatti, nella veste di autorità di supervisione posta a capo dell'intero settore finanziario UEM, spetta - in ragione della formula organizzativa di cui sopra si è detto - ogni decisione in ordine alla intrapresa dell'attività di controllo che essa ravvisa opportuno attivare; laddove l'esercizio delle procedure amministrative risulta canalizzato (solo per l'istruttoria) presso le autorità domestiche. È evidente come le modalità con cui i poteri della BCE si relazionano con quelli delle competenti autorità domestiche comporta un sostanziale depotenziamento del progetto a fondamento dell'UBE, che induce a riflettere sui futuri destini della Unione Europea.

A ben considerare, il superamento della *frammentazione* delle forme di controllo (riscontrabile in ambito europeo prima della realizzazione del MUV) riconducendo in capo alla BCE gli interventi tipici dell'azione di supervisione si è risolto *soltanto* in un sensibile ridimensionamento dell'ambito dei poteri assegnati alle autorità di supervisione nazionale. È evidente che il regolatore europeo ha voluto depotenziare le competenze degli organi di vigilanza nazionale. In tal senso si è espresso, del resto, anche il Tribunale dell'Unione Europea il quale, nella sentenza dianzi citata[10], ha rifiutato l'ipotesi concernente la compresenza di due forme d'intervento: l'una europea (per gli enti creditizi significativi) e l'altra domestica (per

[10] Cfr. *supra* nota n. 9.

quelli non significativi), confermando con riguardo all'esercizio della vigilanza la *unicità del comando* alla quale ho fatto in precedenza riferimento.

Pertanto, ci si deve chiedere se un regime ordinatorio siffatto - per quanto incentrato sull'importante ruolo svolto dalla BCE nel preservare la stabilità economica dell'UEM - non si risolva in uno *sbilanciamento* del potere di detta istituzione rispetto agli obblighi di responsabilità democratica che ad essa fanno capo nei confronti delle diverse realtà nazionali.

3. Com'è noto, il *coronavirus* si è abbattuto su noi tutti, seminando morte e determinando una tragica emergenza socio economica. La gravità e la rapida diffusione del *contagio* hanno sottoposto a dura prova i sistemi sanitari inducendo la politica ad adottare misure di particolare durezza, in quanto si sostanziarono nella sospensione, quasi totale, del processo produttivo e nell'ingiunzione di misure restrittive della libertà personale[11].

Tra le implicazioni negative indotte dalla pandemia denota specifica gravità una rilevante recessione, la quale si tradurrà in un'inevitabile perdita di PIL inflitta al nostro Paese ed agli altri Stati membri, anch'essi colpiti dal Covid 19. La chiusura delle filiere di produzione, unitamente al blocco di ogni attività del terziario, determinarono infatti una contrazione dell'offerta e della domanda la cui conseguenza fu l'avvio di un processo recessivo.

Il settore bancario giocò un ruolo determinante nel contrastare gli effetti della crisi pandemica sull'economia, anche se le banche dell'intera eurozona registrarono significative difficoltà, essendo costrette a subire le ripercussioni negative di un processo degenerativo che investì la quasi totalità dei settori produttivi. Nel nostro Paese la situazione risultò aggravata dal fatto che ampia parte del tessuto imprenditoriale è costituito da PMI le quali, proprio in ragione della loro ridotta dimensione, sono state tra le entità produttive più colpite dal 'fermo' causato dal

11 Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2020, I, p. 1 ss.

lockdown stabilito dalla politica.

Nello specifico, a seguito dell'emergenza da Covid 19 si registrò un incremento dei crediti deteriorati essendo, parte della clientela divenuta insolvente a causa degli effetti negativi delle misure restrittive eccessivamente onerose. Da qui l'imposizione dell'obbligo a carico delle banche di procedere a svalutazioni sia sui loro profili economico-patrimoniali (determinando una riduzione dei fondi propri in ragione delle rettifiche di valore), sia sulle rendicontazioni di vigilanza (incrementando oltremodo l'NPL *ratio*).

Sotto altro profilo può dirsi che il *coronavirus* ha agito da catalizzatore nell'evidenziare i limiti e le carenze che, da tempo, erano oggetto di denuncia, non solo da parte degli studiosi, ma anche di talune correnti politiche che avevano sottoposto a dura critica vuoi le intransigenti misure di *austerity* praticate durante la menzionata crisi finanziaria del 2007, vuoi la difficoltà di applicare talune prescrizioni dei Trattati[12]. La ricerca di rimedi e soluzioni alle negative conseguenze del *coronavirus* finisce con l'incidere proprio sulla interpretazione della regolazione UE, evidenziando l'esigenza di una lettura flessibile di talune disposizioni, nonché di procedere alla definizione di un nuovo ordine dei rapporti tra gli Stati membri, indispensabile ai fini della stessa continuità dell'Unione.

Si individua uno scenario nel quale, di fronte al male comune che ha colpito gli Stati membri, si ritiene che i principi della condivisione, coesione e solidarietà - tradizionalmente invocati da coloro che, nel tempo, hanno auspicato la realizzazione di una convergenza, prima economica e poi politica - possono trovare concreta attuazione[13]. Appare a molti ipotizzabile la possibilità di modificare vetusti e consolidati atteggiamenti egoistici che connotano l'*agere* di taluni paesi (e costituiscono la causa primaria di un processo di «euro sclerosi»)[14]; sembra, altresì, che possano perdere

[12] Cfr. tra gli altri PANEBIANCO, *Dietro la scelta di un presidente*, editoriale pubblico su *corriere.it* del 7 giugno 2014; CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2012, *passim*, e in particolare p. 122.
[13] Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Incertezze domestiche e speranze europee*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2020, I, p. 631 ss e in particolare p. 650 ss.
[14] Cfr. CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2010, I, p.1 ss.

significato i movimenti antieuropeistici che generano dubbi sulla reale volontà di pervenire alla meta indicata dai *padri fondatori*.

A ben considerare, la crisi pandemica ha avuto uno svolgimento decisamente diverso rispetto a quella finanziaria in precedenza esaminata. Ed invero, nel delineato contesto denota particolare rilievo la posizione assunta dalle autorità istituzionali dell'Eurozona, le quali sembrano disponibili ad acconsentire una maggiore flessibilità nella gestione dei conti pubblici degli Stati membri.

Orienta in tale senso l'attivazione, nel marzo 2020, della «clausola di crisi generale» presente nel *Patto di stabilità*, la quale legittima gli Stati membri a discostarsi dall'osservanza degli obiettivi di bilancio assunti prima della esplosione del contagio da *coronavirus*. Sicché, l'incremento di spesa correlato alla emergenza sanitaria ed al sostegno economico di coloro che hanno perso il lavoro (o, comunque, lo hanno visto ridimensionato) può essere considerato un intervento di carattere straordinario e, dunque, da non conteggiare ai fini del calcolo del *deficit* strutturale. L'occasione apparve propizia non solo per poter disporre di mezzi finanziari idonei ad eliminare le carenze della sanità pubblica (particolarmente significative in alcuni Paesi, come l'Italia), ma anche per indurre l'Europa a ridefinire le regole fiscali e delle procedure di bilancio nel quadro di una risposta unitaria alla emergenza determinata dalla crisi.

Significative vennero da me ritenute le parole all'epoca pronunciate dalla Cancelliera tedesca Angela Merkel: «faremo quel che occorrerà per uscire da questa situazione […] Mettere fine alla propagazione della epidemia è la priorità, al di sopra del rispetto delle regole di bilancio»; esse sembravano non dovessero dare adito a dubbi in ordine alla prospettiva di un necessario cambiamento della regolazione UE[15].

Mi sembra opportuno far presente, al riguardo, che una concreta forma di intervento dell'UE, nella prima fase dell'epidemia, si è avuta con le misure anti Covid-19 adottate dalla BCE, che si rese disponibile a fornire liquidità previo aumento del

[15] Cfr. l'editoriale intitolato Coronavirus, Merkel: «È la sfida più grande dalla Seconda guerra mondiale», visionabile su https://video.corriere.it/esteri/coronavirus-merkel-sfida-piu-grande-secon da-guerra-mondiale/bab0f6da-6968-11ea-913c-55c2df06d574.

Quantitative Easing e mediante l'adozione di un massiccio programma di prestiti a lungo termine, il cosiddetto TLTRO III[16]; misure che sono, peraltro, apparse subito insufficienti rispetto alla gravità della situazione.

Se si procede ad una valutazione degli interventi attivati dalla crisi pandemica ci si accorge come - nonostante taluni di essi hanno consentito di prefigurare forme di maggiore coesione rispetto al passato - resti tuttora ferma l'ipotesi, da me prospettata in alcuni scritti[17], che la costruzione europea si caratterizza per intrinseci limiti, a causa dei quali un'Unione federativa, al presente, è relegata nell'ambito dei desideri di coloro che - come me - da oltre mezzo secolo ne auspicano l'avvento.

4. Volendo fare un primo bilancio degli esiti delle due crisi succedutesi nel primo quarto di secolo può dirsi che esse hanno lasciato l'Eurozona in una situazione che non riesce a trovare un adeguato assestamento, anche a causa del perdurare degli angusti limiti operativi posti dalle rigide prescrizioni normative adottate a seguito del Trattato di Maastricht. Il vincolo relativo all'equilibrio di bilancio e, più in generale, le *fiscal rules* contenute nel «Patto di stabilità» espongono i paesi membri a procedure d'infrazione che ne minano la credibilità.

A ciò si aggiungano i cedimenti registrati nell'osservanza dei "valori universali dei diritti inviolabili e inalienabili della persona, della libertà, della democrazia, dell'uguaglianza e dello Stato di diritto", espressamente richiamati nel preambolo del TUE. Significativi al riguardo gli eventi che connotarono il programma adottato per il salvataggio della Grecia, nel quale l'intervento del 'fondo salva-stati' e della cd, "troika", formata dal FMI, dalla BCE e dall'UE, diede vita ad un regime di rigore che comportò pesanti conseguenze sul piano dell'occupazione e della protezione sociale, con una forte crescita della povertà.

[16] Cfr. STAMEGNA - DELIVORIAS, *Developing a pandemic emergency purchase programme: Unconventional monetary policy to tackle the coronavirus crisis*, *European Parliamentary Research Service*, 2020.

[17] Cfr. tra gli altri *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in Atti del convegno "*La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*", organizzato dalla Università Parthenope (Capri, giugno 2022), pibbl. in Suppl. n. 1 della *Riv. Trim. dir. Econ.*, 2022, p. 53.

Tale realtà di sostanziale inosservanza dei principi fondanti dell'Unione purtroppo permane anche oggi da parte di taluni Stati i quali, approfittando di situazioni contingenti (come la guerra russo-ucraina) o di consolidati legami con alcuni paesi dell'UE, pongono in essere comportamenti che violano lo 'stato di diritto'. Di ciò si rinviene conferma nelle indicazioni fornite dalla Commissione UE[18]; raccomandazioni che, con riferimento alla Polonia, ricordano l'esigenza di rafforzare l'indipendenza della magistratura e il rispetto delle sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in materia di Stato di diritto, mente con riguardo all'Ungheria lamentano l'inosservanza di tutti i pregressi impegni, donde il permanere delle condizioni che avevano legittimato la procedura ex art. 7, parag. 1, TUE avviata dal Parlamento europeo nei confronti di tale Paese.

È evidente come in presenza di potenziali cause di disgregazione si deve prendere atto della necessità di abbattere gli ambigui baluardi di posizioni d'interesse e/o egemonia, che sono di ostacolo nella «determinazione di intenti comuni» finalizzati al conseguimento di obiettivi da molti paesi accettati soltanto a livello formale. In particolare, occorre evitare carenze nella definizione di un *government* unitario dell'Unione, che sia espressione di reciprocità e di concordia; impedendo nel concreto che alcuni Stati membri possano disattendere i principi fondanti dell'EU restando impuniti.

La verticalizzazione del potere di supervisione in capo alla BCE costituisce un esplicito riconoscimento della centralità del ruolo della tecnica nel governo della stabilità finanziaria, a fronte della latitanza della politica il cui ruolo è divenuto evanescente. Resta ferma la necessità di implementare le relazioni improntate ad un *agere* nel quale trovino adeguato spazio ideali di comunanza e solidarietà.

Come venne sottolineato da un'autorevole esponente della Commissione europea non può trascurarsi di osservare che, in tale scenario, ben poco è stato

[18] Cfr. la *Relazione sullo Stato di diritto* 2024 al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo.

realizzato per la costituzione degli Stati Uniti d'Europa[19]. Per vero, non può trascurarsi di considerare che - nonostante gli sforzi compiuti dall'Unione nel tentativo di adeguare la propria struttura finanziaria ai cambiamenti resi necessari dalle recenti crisi - non si è realizzata quella comunione di intenti (*rectius*: l'*idem sentire*) che deve caratterizzare la unitarietà di un popolo. L'Europa continua ad essere un insieme di nazioni, ora non più in guerra tra loro, ma di certo prive di quel collante che si fonda sulla coesione e sulla solidarietà.

Tale realtà risulta particolarmente evidente in campo politico, come hanno evidenziato le recenti elezioni, che hanno visto una significativa emersione di forze non disponibili ad accettate la tesi federalista (in nome di un ideale nazional/patriottico). Ciò, ovviamente, si traduce in una visione programmatica che non supporta adeguatamente il «processo di convergenza economica», laddove l'armonizzazione normativa si è rivelata insufficiente a tal fine (non essendo riuscita a creare il tessuto connettivo indispensabile per il superamento degli individualismi nazionali).

Nel passato ho cercato, in molteplici occasioni, di individuare le ragioni di tale stato di cose[20]. Mi è sembrato di ravvisarle nelle difficoltà di mettere in comune le politiche nazionali secondo la visione federalista-costituente, delineata da Ernesto Rossi e Altiero Spinelli, nonché nel metodo seguito per la realizzazione della Comunità europea, ispirato al funzionalismo di Mitrany e al neo-funzionalismo di Haas e Lindberg[21]; pur dovendomi poi convincere che, sul piano delle concretezze, è mancata la volontà politica di dare attuazione a predetto orientamento teorico. A ciò si aggiunga che gli impulsi necessari allo sviluppo dell'UE e la definizione delle priorità politiche generali (art. 15 del TUE) sono affidati ad un *meccanismo comitologico*, che la dottrina ha definito «retaggio di un equilibrio anacronisticamente sbilanciato in senso

[19] Cfr. REDING, *Perché abbiamo bisogno adesso degli Stati Uniti d'Europa*, discorso tenuto presso il *Centro di diritto europeo dell'università di Passau* (8 Novembre 2012).
[20] Cfr. in particolare CAPRIGLIONE – SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'unione europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Milano, 2015.
[21] Cfr. MITRANY, *A working peace system*, London, 1943; HAAS, *The Uniting of Europe – Political, Social and Economic Forces, 1950-1957*, London, 1958; ID. *Beyond the Nation State*, London, 1964**;** LINDBERG, *The Political Dynamics of European Economic Integration*, London 1963.

intergovernativo»[22]. Appaiono evidenti, quindi, i limiti del quadro istituzionale europeo, donde la mancata convergenza politica ed economica all'interno dell'Unione.

Alla luce di quanto precede, permangono gravi difficoltà nei vertici europei nel realizzare, con la stabilità del sistema finanziario, il superamento delle asimmetrie presenti nell'ordinamento europeo. E' evidente che devono essere sottoposte a rivisitazione le modalità con cui interagiscono tra loro diritto, economia e politica. Ciò dovendosi prestare particolare attenzione agli effetti della moderna tecnologia, la quale se, per un verso, contribuisce alla possibilità di sviluppo per altro accentua la problematica relativa ad un responsabile impiego dell'immenso numero di informazioni archiviate al fine di dare contenuto all'elaborazione algoritmica.

5. Ritengo meritevole di segnalazione il fatto che a seguito del Covid 19 si riscontra un significativo impulso nell'utilizzo delle tecniche informatiche nei processi produttivi e nello svolgimento dell'attività finanziaria.

A ben considerare, può dirsi che data a quel momento il definitivo passaggio dall'*analogico* al *digitale* e, con esso, alla capacità di un pieno e migliore impiego delle tecnologie digitali[23]; queste, all'epoca della crisi pandemica, si rivelarono essenziali per una serie di attività quotidiane, tra cui l'accesso ai servizi governativi, la ricerca di lavoro, la comunicazione con gli amici e la famiglia, e l'acquisto di beni e servizi. Il lungo periodo di *lockdown* si pone tra le ragioni che hanno promosso il frequente ricorso a dette tecnologie le quali hanno reso possibile il mantenimento delle frequentazioni (in modalità interattiva) tra soggetti costretti all'isolamento, superando (sia pure parzialmente) le difficoltà di quel triste periodo.

Si delinea, pertanto, uno scenario da tempo all'attenzione dei giuristi, come Frosini ed Alpa, interessati all'analisi dell'incidenza della cibernetica sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte si apre alla fruizione di innovativi modelli di

[22] Cfr. SAVINO, *La comitologia dopo Lisbona: alla ricerca dell'equilibrio perduto*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2011, p. 1041.
[23] Cfr. CAPRIGLIONE, *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*, in *Riv. Trim. Dir. Econ*., 2023, I, p. 281 ss.

conoscenza[24]. Per vero, anche negli studi realizzati in epoche passate si è sottolineata l'intrinseca capacità della tecnologia di governare la realtà; per cui vennero sottolineati i relativi riflessi sull'ordine giuridico del mercato, quali si individuano nelle modifiche dell'usuale *modus procedendi*, attuate grazie alla specificità del mondo virtuale.

Col decorso del tempo lo sviluppo tecnologico ha reso palesi i vantaggi rivenienti da un uso generalizzato della miriade d'informazioni e di dati di natura immateriale. L'analisi ha consentito di comprendere che questi ultimi, opportunamente incanalati in sistemi di *software* di elaborazione automatizzata, sono in grado di interagire positivamente sulla prestazione di servizi di vario genere e, in particolare, di quelli praticati nel mercato finanziario. Viene, al riguardo, in considerazione la dimensione interpretativa dei rapporti sui quali interagiscono i processi informatici dando luogo a quella che, già nel secolo scorso, Giorgio Oppo definì la «disumanizzazione del contratto»[25]. Si apre un'ampia prospettiva d'indagine che spazia dalla verifica di possibili miglioramenti nelle scelte d'investimento, alla individuazione dei vantaggi recati dalle nuove tecnologie nel superamento delle asimmetrie informative, nonché delle criticità che possono presentarsi nella salvaguardia degli interessi dei risparmiatori.

Nello specifico, l'incremento dell'innovazione finanziaria - fondato su tecniche di integrazione del linguaggio comune con la formalizzazione matematica - orienta l'analisi sullo sviluppo dei circuiti digitali articolati su sistemi informatici, particolarmente utili essendo questi in grado di produrre segnali anch'essi numerici sulla base dei dati a disposizione.

All'avvento di una realtà caratterizzata dalla dimensione virtuale fa seguito una progressiva espansione verso mercati diversi da quelli tradizionali incentrati su una visione spaziale. Di ciò danno conferma le analisi che si rinvengono in alcuni studi della Banca d'Italia nei quali l'area di ricerca è articolata sui fattori che favoriscono lo

[24] Cfr. FROSINI, *Informatica, diritto e società*, Milano, 1988; ID., *Il giurista e le tecnologie dell'informazione*, Roma, 1998; ALPA, *Cyber law. Problemi giuridici connessi allo sviluppo di internet*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1998, II, p. 385 ss.
[25] Cfr. OPPO, *Disumanizzazione del contratto*?, in *Riv. Dir. Civ*., 1998, I, p. 525 ss

sviluppo di modelli di *business,* sugli effetti derivanti dall'utilizzo di nuove fonti di informazione, nonché sugli esiti dei processi digitali nelle operazioni di 'accesso ai finanziamenti'[26].

E' evidente come detta autorità sia interessata a conoscere, tra l'altro, l'incidenza del digitale sulle modalità di svolgimento dell'intermediazione creditizia e, dunque, a valutare le tecniche operative sottese all'intelligenza artificiale. Ciò al fine di verificare l'impatto delle nuove tecniche operative sulla diffusione dell'intermediazione creditizia avendo riguardo alle aree geografiche di sviluppo, nonché sulla capacità degli appartenenti al settore di valutare la rischiosità dei prenditori di fondi e la possibilità di un accesso facilitato al credito grazie all'uso degli automatismi informatici.

Tale profondo cambiamento della struttura dei mercati si compendia, quindi, nell'apertura a variegate tipologie di soggetti, i quali utilizzano ingenti quantità di dati a loro disposizione avvalendosi di meccanismi informatici. Sicchè vengono in considerazione, non solo l'attività bancaria in senso stretto, anche tutte le forme operative che danno contenuto al mercato finanziario e, dunque, l'attività assicurativa, il risparmio previdenziale e le tecniche di conferimento delle disponibilità monetarie che transitano nei circuiti automatizzati. Tale scenario si caratterizza, poi, per la presenza di *piattaforme* che consentono l'incontro di investitori che dispongono di capitale da impiegare tramite prestiti, con altri che invece necessitano di risorse finanziarie; dando luogo, peraltro, in alcuni casi a forme di *social lending* nei quali il finanziamento non è necessariamente finalizzato alla realizzazione di uno specifico progetto[27].

In siffatta realtà si impongono costi elevati agli intermediari bancari costretti a dover fronteggiare sia i potenziali concorrenti (società finanziarie, fondi landing, ecc,) con cui devono competere, sia i promotori di piattaforme informatiche di negoziazione,

[26] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Indagine fintech nel sistema finanziario italiano*, Aprile 2024.
[27] Cfr. NOGAROTTO, *Social lending: un trade-off tra digitalizzazione e riserva di attività*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, Supplem. n. 2 al n. 1/2022, p. 161 ss.

alle quali fanno capo transazioni svolte in un contesto di totale disintermediazione delle operazioni (spesso affidate a sistemi algoritmici di scambio automatico).

Per converso, le autorità di settore, a difesa dei valori di efficienza e di democraticità, sono tenute ad aggiornare nel *continuum* il perimetro della regolamentazione per far fronte alle nuove sfide che il mercato propone, evitando nel contempo che vengano disattese le opportunità rivenienti dalla finanza sostenibile.

6. Si addiviene, quindi, ad una realtà di mercato caratterizzata dalla presenza di soggetti che, come ho anticipato, operano al di fuori delle tradizionali aree che connotano le riserve di attività in campo bancario e finanziario. Tale situazione si è verificata in un primo tempo nel segmento dei pagamenti, per spostarsi poi gradualmente anche sui servizi bancari di base, compresa l'attività creditizia[28].

Va da sé che è stata attuata, per tal via, una trasformazione profonda dell'*agere* finanziario che incide in primo luogo sulla nozione di *riserva di attività,* che viene disancorata dalla stretta riferibilità alla definizione di 'attività bancaria', estendendosi a ricomprendere anche attività finanziarie *altre.* Consegue che l'ammissione ad operare nel mercato viene estesa anche a soggetti non riconducibili alla definizione di «banca» (di cui alla lett. *b,* co. 1, dell'art. 1 TUB) nella quale rientra unicamente l'*impresa autorizzata all'esercizio dell'*a*ttività bancaria,* donde lo specifico risalto dato dal legislatore all'intervento abilitativo che caratterizza l'*iter* costitutivo degli enti creditizi.

Al presente la indicata puntualizzazione a livello normativo della *riserva* impedisce di escludere dal mercato coloro che scelgono di operare al di fuori delle regole bancarie (per cui si sottraggono a stringenti requisiti di adeguatezza patrimoniale, restando comunque impegnati al rispetto dei principi di correttezza operativa indicati dall'ordinamento). Ci si riferisce al fenomeno conosciuto come *shadow banking system* che, analizzato nelle sue varie componenti, ha indotto la

[28] Al riguardo va fatto presente che gli istituti di pagamento, ove autorizzati, possono concedere crediti in relazione ai servizi prestati (art. 114-octies TUB).

dottrina ad inquadrarne l'essenza nel processo evolutivo del sistema bancario tradizionale, rispetto al quale esso si connota alla stregua di «un arbitraggio regolamentare», attuato al fine di contrastare la redditività calante riscontrabile in quest'ultimo[29].

Va, inoltre, fatto presente che il nominato principio della *riserva* nel sistema di mercato non interferisce con la 'libertà di iniziativa economica privata', di cui all'art. 41 Cost. che riconosce ogni forma di intrapresa economica volta a organizzare risorse umane ed economiche, purchè esercitata nei limiti e con le modalità in esso previsti. Si perviene, per tal via, alla legittimazione di una pluralità di «riserve» relative allo svolgimento di tutte le attività che siano coerenti con logica dell'economia di mercato proclamata dal costituente.

Può dirsi, quindi, che l'art. 41 cost. legittima una *liberalizzazione* delle forme operative, la quale apre lo spazio a ulteriori, possibili forme esplicative dell'attività finanziaria, purché svolte nel riferimento a criteri ordinatori che salvaguardino l'efficienza economica e, nel riferimento a questa, la concorrenza. In tale logica trova spiegazione la salvezza, attuata dall'ultimo comma dell'art. 10 TUB, delle «riserve di attività previste dalla legge». Tale disposizione, rimasta nel tempo inalterata, era interpretata con riguardo alle categorie d'intermediari finanziari cui la riserva di attività era riconosciuta dall'ordinamento (s.i.m., istituti previsti dall'art. 106 Tub, ecc.); laddove, al presente, essa induce a tener conto anche di talune forme operative in passato non considerate (si pensi alla «attività di gestione patrimoniale in monte»).

Opportunamente sul punto, all'indomani della emanazione del TUB, è stato sottolineato in letteratura che la previsione di «riserve di attività», si presta alla realizzazione di «scelte di specializzazione», rispondente alla esigenza di «tutelare la neutralità dell'intermediazione finanziaria»[30]. Se ne deduce che il legislatore del testo

[29] Cfr. LEMMA, *The shadow banking system*, London, 2016, p.16. La crescente rilevanza del fenomeno in parola ha indotto il *Financial Stability Board* (FSB) ad analizzare, in passato, tale forma di intermediazione in una logica volta a verificarne l'ampiezza e i rischi che essa pone; di fondo emerge l'intento di individuare adeguate forme di intervento contro i pericoli che da esso possono derivare al sistema creditizio tradizionale.

[30] Cfr. LAMANDA, *La società per azioni bancaria*, Roma, 1994, cap. II.

unico, attraverso l'affermazione di distinte forme di riserva, ha preso atto delle specificità operative che caratterizzano gli appartenenti al settore finanziario. Da qui la conclusione che l'integrazione dei mercati si realizza nel rispetto delle funzioni particolari e delle differenze strutturali configurabili all'interno del sistema finanziario. Tale ordine logico è in linea con il criterio del pluralismo soggettivo finanziario e, dunque, con la distinzione, che nel nostro Paese è dato riscontrare, tra la disciplina dell'attività svolta dalle banche e quella ascrivibile ad altri intermediari.

Il riferimento in ambito finanziario ad un contesto operativo diverso da quello creditizio non può prescindere da valutazioni, nelle quali siano posti a confronti i costi d'intermediazione per tal via conseguibili (per solito inferiori a quelli riscontrabili nel settore bancario) con l'elevato livello dei rischi assumibili allorché si intrattengono rapporti con soggetti operanti al di fuori dell'intera regolazione bancaria. In tale contesto rileva la circostanza che l'assunzione di rischi avviene nei confronti di soggetti che, sul piano delle concretezze, non hanno nulla da perdere, non essendo incardinati in un sistema di stringenti regole e sanzioni; si è, dunque, in presenza di un *agere* privo di affidabilità, nel quale viene per solito coinvolta una ignara clientela che dà fiducia a coloro che propongono facili percorsi (*rectius*: profitti) nello svolgimento dell'attività finanziaria.

7. La costante crescita che connota il settore dell'intermediazione non bancaria pone all'attenzione delle autorità la problematica riguardante la possibile esplosione di rischi sistemici che, se non monitorati e controllati adeguatamente, potrebbero in un futuro non lontano divenire focolai di crisi ovvero causare un ampliamento di quelle esistenti.

In tale contesto si inquadra la pubblicazione, avvenuta il 22 maggio u.s., su *input* della Commissione Europea, di una *consultazione* avente ad oggetto la costituzione di un *framework* macroprudenziale per il settore finanziario non bancario

("*macroprudential framework for Non Banking Financial Intermediation - NBFI*") che resta aperta fino al 22 novembre p.v. Con tale consultazione l'UE - nel richiamare il ruolo fondamentale delle NBFI nel promuovere la diversità finanziaria e nel ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario - rappresenta il timore che una loro rapida espansione possa generare nuove sfide e rischi per la stabilità finanziaria.

In tale premessa, l'Unione ha ritenuto opportuno predisporre un quadro macroprudenziale globale per le NBFI, analogo a quello in essere per le banche, al fine di poter dare una risposta alle criticità emerse durante gli eventi di crisi degli ultimi anni, nonché di affrontare alcuni rischi specifici che emergono nei principali settori dell'intermediazione finanziaria non bancaria. Tale iniziativa segue quelle adottate da alcune autorità di vigilanza nazionali; mi riferisco alla Central Bank of Ireland - che in tale materia ha disposto una consultazione - ed a un *joint paper* pubblicato da Consob (Italia), AMF (Francia), FMA (Austria) e CNMV (Spagna).

E' evidente come l'unione dei mercati dei capitali e lo sviluppo di un solido mercato unico, al fine di regolare le interconnessioni tra sistemi finanziari ed intermediari, necessiti di un'attenzione crescente agli strumenti macroprudenziali volti a mitigare i rischi sistemici legati alle NBFI. Del pari occorre sottoporre ad analisi il settore dei fondi di investimento, tenendo presente che in Europa questi sono raggruppati in due categorie: i fondi UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), regolati dalla direttiva UCITS (n. 2009/65/CE, successivamente più volte modificata con la direttiva 2010/78/UE, prima, e con la direttiva n. 2014/91/UE, cd. UCITS V, poi), e quelli AIFs (*Alternative Investment Funds*), regolati dalla direttiva AIFMD (n. 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio).

La principale differenza tra tali direttive consiste nel fatto che mentre le direttive UCITS, dianzi citate, hanno riguardo essenzialmente alla disciplina del 'prodotto', in quanto precisano le *asset class* nelle quali un fondo può investire (legando a queste gli impieghi da effettuare), quella AIFMD regola gli GEFIA (*i.e*. gli organismi di investimento collettivo del risparmio) che in Italia si identificano con le società autorizzate alla gestione di FIA (SGR, Sicaf, Sicav).

Conseguono differenze profonde tra le nominate tipologie di fondi in quanto i fondi UCITS sono progettati per offrire agli investitori un elevato livello di protezione, essendo orientati al rispetto di regole molto rigorose che riguardano la diversificazione del proprio portafoglio, la liquidità delle attività e l'uso della leva finanziaria. Va da sé che la presenza di rigidi principi disciplinari garantisce una limitata esposizione al rischio dei fondi UCITS, per cui offrono ampie assicurazioni ai loro partecipanti con riguardo alla trasparenza delle modalità d'investimento praticate. Inoltre, il prodotto dei fondi UCITS è armonizzato tra i vari Stati Membri (con la conseguenza di essere dotato di "passaporto"), mentre i fondi alternativi di investimento sono regolati a livello nazionale. Si comprende come, in tale contesto regolatorio, i *fondi alternativi di investi*mento (tra i quali si annoverano: *fondi immobiliari*, *hedge funds, private equity*, etc.) sono quelli che maggiormente possono essere fonte di rischi sistemici**.**

Da quanto precede appare indubbio che gli *standard* normativi UCITS offrono una opzione interessante a coloro che cercano prodotti di investimento trasparenti e diversificati. Tali soggetti fruiscono, infatti, di un'ampia gamma di 'classi di attività', tra cui azioni, obbligazioni e *commodities*. Da qui il gradimento che detti fondi suscitano nel mercato, in quanto i vantaggi da essi recati - e in primo luogo l'*alto livello di tutela* consentito - superano di gran lunga i profili negativi ai medesimi ascrivibili, rappresentati essenzialmente dai costi più elevati e dai potenziali vincoli imposti alle prestazioni.

A fronte della considerazione che i fondi UCITS costituiscono una componente chiave del mercato europeo degli investimenti in ragione della sicurezza che essi sono in grado di offrire, si contrappongono molte strategie dei GEFIA rese vulnerabili dai numerosi gravi rischi ai quali espongono gli investitori e gli altri partecipanti ai mercati.

Necessita in premessa far presente che la AIFMD è una direttiva attenta nel prevedere le possibili cause di rischi sistemici, per cui in numerose disposizioni si

previene la possibilità che questi ultimi abbiano a verificarsi[31]. Tale prudenza normativa non appare, tuttavia, sufficiente ad assicurare che la operatività dei GEFIA avvenga in un clima assimilabile a quello di cui fruiscono i soggetti che utilizzano per i loro investimenti fondi UCITS. Ciò trova conferma nel fatto che non ha mai avuto esecuzione fino ad oggi la disposizione dell'art. 25 della AIFMD, la quale conferisce il potere alle autorità di vigilanza nazionali di porre un limite al livello di indebitamento fissato dal manager di un fondo alternativo. A ciò si aggiunga che nel governo della liquidità causa significativi problemi il *liquidity mismatch,* previso (tra attivo e passivo del bilancio) in alcuni fondi d'investimento alternativi[32]. Ciò si riscontra in alcuni paesi europei (Germania, Austria, Lussemburgo) nei quali esistono fondi immobiliari aperti che offrono rimborsi giornalieri.

In tale contesto l'ESMA, al fine di pervenire ad una corretta gestione del rischio di liquidità, ha avviato la revisione delle direttive UCITS e AIFMD, vuoi in vista della di creare fondi alternativi di credito (*Loan Originating AIFs*) aperti, vuoi provvedendo alla redazione di *draft Regulatory Technical Standards* per regolamentare tale tipologia di fondi; ciò in una realtà di mercato che vede in quasi tutti i paesi europei (tranne il Lussemburgo) tale tipologia di strumenti di investimenti consentita nella formula dei "fondi chiusi". C'è da chiedersi pertanto quali siano le ragioni sottostanti alla scelta di adottare la "forma aperta" nelle iniziative di cui trattasi; probabilmente si vuole promuovere, in tal modo, la attivazione della *Capital Market Union* (CMU).

8. La onerosità dei presidi previsti dalla supervisione prudenziale finisce con l'escludere dall'accesso al credito tradizionale molte imprese, le quali devono

[31] Si fa presente che il *Considerando* n. 24 della direttiva n. 2011/61/UE, per contrastare gli effetti negativi di 'regimi di remunerazione' non correlati al criterio della sana gestione dei rischi (ed al controllo di un'adeguata assunzione dei rischi da parte degli investitori), pone l'obbligo a carico dei GEFIA di creare e mantenere, politiche e pratiche remunerative in linea con una gestione sana ed efficace dei rischi. In linea con tale orientamento normativo anche il *Considerando* n. 25 stabilisce che i principi a base delle politiche retributive «dovrebbero riconoscere che i GEFIA possono applicare tali politiche in modi differenti, in funzione delle loro dimensioni e delle dimensioni del FIA da essi gestito».

[32] Ciò si riscontra in alcuni paesi europei (Germania, Austria, Lussemburgo) nei quali esistono fondi immobiliari aperti che offrono rimborsi giornalieri.

confrontarsi sia con la rilevanza dei costi (derivanti dalla imposizione delle regole di vigilanza), sia con l'incompatibilità dei relativi profili di rischio con gli *standard* previsti dalle recenti modifiche recate agli accordi di Basilea. Nasce il fenomeno conosciuto come *Fintech*, al quale è dedicata un'attenzione crescente da parte vuoi del regolatore vuoi degli studiosi[33].

Come si è anticipato, i canali alternativi a quello bancario sono favoriti dalla possibilità di fruire di una innovativa modalità dell'*agere* offerta dallo sviluppo di nuove tecnologie; queste, infatti, consentono di superare le difficoltà che hanno da sempre caratterizzato l'accesso diretto delle imprese al mercato dei capitali. In particolare, si ha riguardo alla possibilità di far ricorso ad algoritmi, reti e sistemi decisionali che consentono di attivare forme operative atte a realizzare l'incontro tra la domanda e offerta senza dover sostenere i costi altrimenti alle medesime imputabili qualora si debba essere costretti a dover ricorrere all'opera degli intermediari tradizionali.

In tale contesto, viene in considerazione in primo luogo l'utilizzo *tout court* delle piattaforme e più in generale il ricorso ai numerosi meccanismi di rete rinvenibili sul mercato. A questi fanno seguito i rapporti giuridici che si sviluppano per effetto dell'accesso alle strumentazioni informatiche da parte degli *end-users*. Si determina un significativo afflusso di capitali verso i canali sopra indicati, con conseguente loro sottrazione al circuito bancario.

È nel riferimento a siffatta realtà operativa che, di recente, il legislatore europeo ha emanato il Regolamento (UE) 2020/1503, il quale - pur essendo correlato alle modeste modalità operative del *crowdfunding* - è portatore di alcuni principi che appaiono destinati a restar fermi nella regolazione della generale materia finanziaria per i contenuti disciplinari che, nei medesimi, è dato riscontrare[34]. Ci si riferisce ai

[33] Cfr. tra gli altri BANCA D'ITALIA, *Fintech In Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, relazione al convegno su «Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione», Roma, Università La Sapienza, dicembre 2017; LEMMA, ……. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, *Prefazione* a AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza*, *regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss.

[34] Cfr. tra gli altri TROISI, Crowdfunding *e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 525 ss.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based*

controlli che si sostanziano in una autorizzazione che ha riguardo ai contenuti della organizzazione e alle modalità con cui si prospetta lo svolgimento dell'attività in parola; nonché alla puntualizzazione che quest'ultima si realizza "senza … (che il fornitore dei servizi assuma)…a proprio titolo alcun rischio …(nella gestione di)… una piattaforma digitale"; regola che, come si sottolinea nella relazione dell'UIF relativa all'anno 2023, ha facilitato la possibilità di veicolare, avvalendosi di siffatta forma operativa, danaro di provenienza illecita.

Peraltro, non v'è dubbio che dette fonti alternative di finanziamento, qualora trovino realizzazione in modalità contenute (*rectius*: ridotte), non minano la sicurezza del sistema creditizio. Ciò in quanto esse esauriscono la loro funzione nel permettere agli imprenditori - che non trovano risposta ai propri bisogni nel mercato bancario - di entrare in contatto con un gran numero di persone disposte ad assumere una posizione di rischio nei loro confronti.

Successivamente il legislatore europeo nel Regolamento (UE) 2022/ 2554 ha affrontato il tema dell'uso della tecnologia informatica nella fornitura di servizi finanziari, evidenziando l'importante ruolo da quest'ultima assunto nello svolgimento delle funzioni quotidiane di tutte le entità finanziarie. Va sottolineato che, in base alle stesse indicazioni del regolatore, il 'rischio informatico' deriva dall'attuale elevato livello di interconnessione tra operatori, mercati finanziari e infrastrutture che supportano gli scambi. Esso è il portato della particolare interdipendenza dei meccanismi di contatto che connotano detto processo interattivo; da qui la potenziale vulnerabilità sistemica dei medesimi legata alla possibilità che singoli incidenti informatici abbiano a diffondersi rapidamente da una qualsiasi entità del settore all'intero sistema finanziario.

Ciò posto, si comprende la ragione per cui il regolamento in parola mira a consolidare e aggiornare i requisiti tecnici in materia di rischi informatici, avendo

crowdfunding in Italia, in *Banca e Borsa*, I, 2018, p. 63 ss; CONSOB, *Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese*, documento di consultazione, marzo 2023; CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crow*dfunding, in *Riv. Trim. Dir.* Econ., 2023, I, p. 118 ss.

riguardo in maniera globale a tutte le componenti della resilienza operativa. Si impone, quindi, alle imprese vigilate di accrescere la loro consapevolezza in materia di rischi informatici, riconoscendo che gli incidenti connessi all'inosservanza delle indicazioni TIC (Tecnologia della Informazione e della Comunicazione) e la mancanza di resilienza operativa potrebbero compromettere la solidità delle stesse entità finanziarie e, dunque, minare la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati,

Nello specifico, viene affermato il principio di *proporzionalità* nelle modalità di gestione dei rischi informatici, sottolineando che ogni possibile approccio tra le entità finanziarie deve tener conto delle loro dimensioni e dei possibili profili di rischio complessivo connessi alla natura, alla portata e alla complessità dei servizi richiesti. Da qui l'individuazione di linee di coerenza volte ad accrescere la fiducia nel sistema finanziario ed a preservarne la stabilità, anche con riguardo al possibile insorgere di rischi digitali[35].

In tale contesto su colloca la problematica dell'*Intelligenza Artificiale* (IA) che, applicata in ambito finanziario, ha ad oggetto un *agere* che, muovendo dalla trilogia "risparmio - investimento - sviluppo", persegue obiettivi di crescita, caratterizzandosi per la sua stretta connessione a fini di *produttività*[36].

Al riguardo si osserva che le dinamiche meccanicistiche che caratterizzano le modalità di estrinsecazione dell'IA pongono numerose problematiche a partire dall'individuazione delle fattispecie riconducibili all'utilizzo di sistemi automatizzati che si avvalgono di algoritmi. Va tenuto presente che l'operato dell'IA - per quanto intermediato dall'uomo (che interviene nella definizione dei procedimenti informatici) - trova espressione in un prodotto che, pur presentando carattere oggettivo, non va al di là di una *neutrale* elaborazione di dati che convergono verso un'adeguata indicazione informativa (a volte assunta a fondamento delle scelte decisionali).

[35] Cfr. GRECO, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario,* Bari, 2023, *passim*.
[36] Cfr. ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, 115 ss; CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'intelligenza artificiale,* in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, Supplem. al n. 3 del 2021, p. 4 ss.

Da qui una prima riflessione: l'IA ha una valenza essenzialmente strumentale, le manca la possibilità di avvalersi dell'*imprinting* tipicamente proprio dell'intelligenza umana. Essa non è in grado di attivare il rapporto tra la mente, quale forma organizzativa della coscienza, e il cervello come struttura meramente fisica, rapporto che contraddistingue la personalità umana; ipotesi concettuale, questa, che è alla base delle tesi di George Berkeley, secondo cui la mente dell'uomo è una pura manifestazione della anima[37].

Ciò posto, necessita far presente che la scienza informatica - per quanto possano essere avanzati gli studi matematici che ne supportano lo sviluppo - presenta l'inconfutabile limite di un indubbio determinismo nelle opzioni che è in grado di prospettare. Essa, infatti, per definizione può esprimere soltanto valutazioni che riflettono gli esiti di calcoli effettuati nel riferimento a specifici presupposti, che sono identificati in sede di programmazione della macchina che deve fornire il servizio.

Da qui l'attitudine dell'intelligenza artificiale a mettere in relazione dati afferenti a differenziate realtà, nonché a desumere dalle concatenazioni tra i medesimi i criteri guida per le opzioni decisionali da suggerite ai fruitori dei suoi elaborati. Ciò senza confrontarsi, in via di massima, con le indicazioni di forze nuove che possono mettere in discussione la sua caratteristica di basare i risultati forniti su una razionalità riconducibile ad un processo matematico da essa elaborato.

Opportune indicazioni disciplinari *in subiecta materia* si evincono dal Regolamento (UE) 2024/ 1689, nel quale si ha riguardo all'istituzione di un quadro giuridico uniforme riguardante lo sviluppo, l'immissione sul mercato, la messa in servizio e l'uso di sistemi di intelligenza artificiale nell'UE[38].

Viene, in primo luogo, chiarito che l'IA consiste in "una famiglia di tecnologie in rapida evoluzione" per cui il relativo utilizzo garantisce "l'ottimizzazione delle operazioni e dell'assegnazione delle risorse". Ne consegue che il legislatore tiene conto

[37] Cfr. *Opere filosofiche*, Milano, 2009, contenente alcune significative opere: *Saggio per una nuova teoria della visione*, *Trattato sui principi delta conoscenza umana*, *Tre dialoghi tra Hylas e Philonous.*
[38] Cfr. CONSO - GANDOLFI - FERRETTI, *L'Artificial Intelligence Act: impatti e prospettive,* in Bancaria, 2024, n. 11.

dell'esigenza di "fornire vantaggi competitivi fondamentali alle imprese e condurre a risultati vantaggiosi sul piano sociale e ambientale"; ciò evitando, in base all'utilizzo di specifiche tecnologie, rischi che possano pregiudicare gli interessi pubblici e i diritti fondamentali tutelati dal diritto dell'Unione.

Come puntualmente tiene ad indicare l'art. 1 di tale Regolamento, le regole armonizzate per l'immissione sul mercato, la messa in servizio e l'uso dei sistemi di IA nell'Unione stanno a ribadire la presenza *in subiecta materia* di peculiari criteri di trasparenza, che assurgono a fattore primario nell'utilizzo dell'IA. Vengono fissate, infatti, talune limitazioni operative alle 'pratiche di IA', nonché specificati i requisiti che devono contraddistinguere i 'sistemi ad alto rischio' unitamente alla imposizione di taluni obblighi agli operatori di tali sistemi.

In tale contesto, meritevole di segnalazione - tra le molteplici indicazioni della normativa - appaiono le regole che, con riguardo ai sistemi di IA ad alto rischio, prevedono una progettazione che consenta la riferibilità ad una adeguata interfaccia uomo-macchina; ciò al fine di permettere un'efficace supervisione dell'IA da parte di persone fisiche durante il relativo periodo d'uso.

Sul punto, mi piace far presente che l'interazione tra i processi seguiti dalla macchina e quelli della mente umana potrebbe sollevare problematiche di nuovo tipo, per il diverso peso che nei suddetti processi viene riconosciuto alle 'variabili', come percepite dalla macchina ovvero dall'uomo. Non v'è dubbio, infatti, che la macchina effettua le sue valutazioni in termini oggettivi, parametrate su criteri predeterminati dall'IA, là dove gli esiti dell'*agere* umano risentono dell'istinto e dell'azione di 'controllo morale' che ne qualifica l'essenza, raccordando l'attività decisionale ai dettami della coscienza.

A mio avviso l'incidenza dell'IA sulla gara competitiva del mercato rappresenta uno degli aspetti di maggior rilievo della rivoluzione informatica che caratterizza l'era presente. L'automatizzazione dei processi, conseguenza dell'IA, si riflette sugli equilibri del rapporto tra 'concorrenza e stabilità' determinando ricadute, la cui effettiva portata forse non è stata ancora valutata appieno. Da qui l'esigenza di raccordare gli esiti di

siffatte innovazioni operative alle linee interventistiche rimesse alle autorità di settore al fine di evitare possibili criticità che possono turbare il regolare esercizio dell'attività finanziaria.

9. Alla luce di quanto precede si delinea uno scenario nel quale la verticalizzazione della supervisione bancaria in capo all'Europa determina, per un verso, un depotenziamento delle autorità nazionali, per altro una mutazione dell'azione di vigilanza. Quest'ultima, per motivazioni differenti (tra le quali rileva soprattutto la grande dimensione creditizia), finisce col perdere la valenza che ad essa necessita per svolgere un'adeguata azione di controllo. Non a caso ho fatto riferimento al un'ipotesi di ingovernabilità di taluni appartenenti al settore del credito.

Sotto altro profilo, la crescente apertura a soggetti che operano al di fuori del tradizionale schema dell'attività riservata - al di là da valutazioni in ordine alla conformità di un *agere* siffatto al criterio della tutela del pubblico risparmio - può diventare presupposto di situazioni di squilibrio sul piano della concorrenza, oltre a causare un aggravio dei rischi di mercato. Il ricorso, poi, all'utilizzo di meccanismi informatici, che trovano il loro epicentro nella IA, espone talora – come si è detto – il sistema a dinamiche meccanicistiche ad 'alto rischio', per cui si profila l'esigenza di sottoporre a controlli particolare dette modalità operative, fissando anche talune limitazioni alla praticabilità dell'IA.

E' evidente come s'individui una realtà caratterizzata da incertezze ed incognite; queste si accentuano ove si abbia riguardo a talune proposte, recentemente rappresentate da Mario Draghi per riformare l'Unione[39]. Viene in esse, infatti, rappresentata l'urgenza di dover procedere a significativi cambiamenti strutturali, economici e politici, la cui realizzazione è ritenuta indispensabile per ridare competitività all'Unione e, dunque, per consentire a quest'ultima di recuperare i valori fondanti di democrazia, libertà, coesione sociale che, nelle intenzioni dei *padri*

[39] Cfr. DRAGHI, *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe* (September 2024).

fondatori, ne qualificano l'essenza.

Come chiaramente ha scritto Lucrezia Reichlin sul *Corriere della Sera* siamo in presenza di "un grido d'allarme" finalizzato a "scuotere la *leadership* europea dalla sua paralisi"![40] La presa d'atto che in Europa non esistono più le condizioni di cui a lungo hanno beneficiato i suoi cittadini pone, infatti, il problema di rinvenire rimedi idonei a colmare il divario che oggi la separa dagli USA; misure riguardanti, in primo luogo, un adeguato recupero di produttività. Da qui la riferibilità ad "un modello sociale inclusivo" che consenta una crescita sostenibile; una *ricetta,* dunque, i cui obiettivi sono innovazione, *green* ed abolizione del diritto di veto, oltre ad un piano da 800 miliardi l'anno!

E' molto probabile che tale rapporto resti relegato nell'ambito del '*wish full thinking*'! Le prevedibili reazioni di molti Stati membri non danno adito a dubbi on ordine alla prospettiva di una mancata realizzazione di tale piano. La richiesta del ricorso ad un debito comune (per un "finanziamento congiunto negli investimenti in beni pubblici europei fondamentali") - che in detto rapporto viene ipotizzato - di certo appare destinata ad incontrare il diniego di paesi, come la Germania, che da sempre si sono opposti a dare attuazione ad una eventualità siffatta[41]. In tale contesto, riterrei opportuno che eventuali orientamenti demolitori del piano in parola non siano suffragati da sterili polemiche dottrinali di alcuni studiosi che - essendo desiderosi di essere presenti nella definizione di una questione tanto rilevante - non si esimono dal formulare critiche e dal proporre correttivi di vario genere.

Per concludere sul punto va detto che le considerazioni di Mario Draghi inducono, comunque, a riflettere sulla situazione di crisi nella quale al presente si trova l'Unione; esse ci costringono ad una rivisitazione delle caratteristiche strutturali e comportamentali di quest'ultima, ad ipotizzare la possibilità di dar corso ad una

[40] Cfr. l'editoriale *Ecco le scelte inevitabili*, pubblicato l'11 settembre 2024.

[41] Mi riferisco in particolare all'affermazione «Il prestito congiunto dell'Ue non risolverà alcun problema» del ministro delle Finanze tedesco Christian Lindner in occasione della presentazione del Rapporto Draghi, riportata in *https://www.ansa.it/europa/notizie/rubriche/altrenews /2024/09/09/lindnerdebito-comune-europeo-proposto-da-draghi-non-e-la-soluzione*.

"rifondazione" della medesima, che introduca i cambiamenti necessari per consentire, tra l'altro, al sistema economico finanziario di assolvere alla sua funzione di promuovere lo sviluppo. A mio avviso, dobbiamo tutti soffermarci a pensare che l'Europa è nel mezzo di un *guado* dal quale necessita uscire in gran fretta, se non si vogliono perdere i benefici conquistati in oltre mezzo secolo di lavoro comune.

10. Per comprendere il 'cambiamento' economico finanziario riscontrabile non solo a livello domestico, bensì anche e soprattutto in ambito UE ritengo sia necessario riflettere sull'attuale configurazione del mercato. Quest'ultimo, infatti, si qualifica in ragione della funzione che svolge nella definizione delle differenti formule organizzative che connotano il paradigma socio politico delle aree geografiche interessare dalla sua presenza.

Al riguardo muovendo dalla tradizionale nozione del *mercato* - che, in tempi lontani, era indicativa semplicemente del luogo dove avvengono le contrattazioni per la vendita e l'acquisto di merci variegate - rileva la definizione che ad esso vien data in tempi recenti, correlandosene l'essenza ad un sistema organizzato di strutture, regole ed istituzioni, volto a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta (e quindi lo scambio) di beni e servizi.

Volendo percorrere le tappe dell'avvicendamento che connota il mercato finanziario, va fatto presente che, in epoca anteriore al passaggio al digitale, esso si caratterizzava per la prevalente presenza degli intermediari bancari. Conseguentemente il mercato a lungo ha subito l'incidenza di una restrittiva regolazione creditizia che gli ha impedito di svolgere appieno la sua funzione; è il caso di ricordare che le autorità di settore, al fine di assicurare un corretto svolgimento della cd. vigilanza strutturale, sul piano delle concretezze hanno ostacolato lo sviluppo degli intermediari bancari, i quali si son visti negare qualsivoglia forma di liberalizzazione operativa, finendo con l'essere costretti ad accettare l'eufemistica formula del

"mercato controllato"[42].

Si deve al processo di internazionalizzazione, attuato nella seconda metà del secolo scorso, l'avvio di un cambiamento del mercato finanziario, che ha dato vita all'introduzione di profonde modifiche nella sua essenza costitutiva. L'avvento della 'vigilanza prudenziale' - e, dunque, il venir meno del regime vincolistico che aveva caratterizzato il previgente sistema disciplinare[43] - segnerà un profondo cambiamento di quello che un insigne giurista ha definito l' «ordine giuridico del mercato»[44]. Quest'ultimo viene posto, infatti, al centro del processo economico, essendo caratterizzato da una struttura organizzativa munita di una *capacità conformativa*, che gli consente di 'conferire forma all'economia' nel riferimento alle declinazioni delle decisioni politiche.

Con specifico riferimento alla realtà UE, è l'introduzione di meccanismi concorrenziali di cui è portatrice la direttiva n. 2004/39/CE, cd. MiFID, ad identificare nel pluralismo degli assetti operativi (e nelle garanzie di una più accentuata trasparenza dell'*agere*) il giusto rimedio per addivenire ad una situazione di «effettiva integrazione dei mercati… degli Stati membri», come recita in *considerando* n. 44 di tale direttiva. Si versa in presenza di innovazioni che hanno segnato una svolta nella regolazione dei mercati finanziari. Infatti, tale complesso dispositivo è apparso da subito orientato ad offrire meccanismi concorrenziali che hanno supportato lo sviluppo delle negoziazioni di strumenti finanziari. In particolare, la nuova regolazione ha consentito che venisse realizzata una amplificazione delle forme operative destinata ad incidere in maniera significativa sui destini dell'industria finanziaria.

Con l'affermazione dei processi informatici la regolazione del mercato, nonostante l'attenzione del nostro legislatore e di quello europeo, presenta ancora alcuni aspetti problematici. Come è dato evincere, ad esempio, dalla complessa struttura dei meccanismi automatizzati i quali - pur facilitando l'incontro tra domanda

[42] Cfr. *ex multis* CIOCCA, *La nuova finanza*, Torino, 2000, cap. VI.
[43] Cfr. CAPRIGLIONE, *Il controllo bancario. iter evolutivo***,** in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2024, p. 136 ss.
[44] Cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2008.

e offerta - non consentono di pervenire alla configurazione unitaria delle nuove tecniche operative, determinando modalità differenziate di accesso al mercato digitale. Da qui talune difficoltà nell'identificazione della disciplina applicabile ed ovvie implicazioni sul piano concorrenziale. Detta complessità interagisce negativamente anche a livello di sistema: si accentuano le disuguaglianze esistenti tra gli intermediari del settore in quanto si riscontra un accrescimento della scala dimensionale media, che assume peculiare rilievo nella sfida digitale [45]. In prospettiva si individua una significativa incidenza del c.d. diritto cibernetico sui rapporti intersoggettivi e, in particolare, la possibilità che l'utilizzo delle informazioni ricavate attraverso le nuove tecnologie rechi significative modifiche all'*agere* finanziario.

La globalizzazione è legata al mercato ed ai suoi cambiamenti, per certi versi identificandosi con esso. Essa accentua il confronto tra i diversi paesi, facilitando l'accesso da parte di molte popolazioni a beni e servizi; ciò con indubbi riflessi sul piano finanziario per le persone che possono fruire di opportunità che diversamente ad esse sarebbero state negate. Consegue un generalizzato convincimento in ordine alla positività del fenomeno in parola, trascurando di considerare che ad esso -come si è anticipato in apertura - può essere sotteso un intento di 'imperio'. Da qui la riferibilità alla variegata tipologia di svantaggi che si accompagnano alla globalizzazione economica, tra i quali assumono particolare rilievo la scarsa protezione dell'ambiente, dei diritti umani e del lavoro.

Venti anni fa, analizzando le conseguenze del processo di globalizzazione e l'incidenza di quest'ultimo sulle prospettive di una finanza rispondente ai canoni dell'etica, mi parve opportuno suggerire che la ricerca dovesse essere orientata alla individuazione di una strategia che favorisse il superamento delle diversità che separano gli uomini. Ero mosso dall'intento di verificare gli effetti sull'efficienza dei mercati causati dalla mancanza di un *agere* conforme a linee comportamentali

[45] Cfr. AMMANNATI e GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2021, p. 296, ove sono sottolineati i «rischi di opacità delle decisioni» e una carente disciplina dei «soggetti… che esercitano attività di valutazione del merito creditizio».

improntate al 'dover essere', che si evince dalla morale comune (e che si compendia in regole di correttezza ed in condotte rispettose degli altri)[46]. Inoltre, ero molto sorpreso dal fatto che la globalizzazione di certo facilitava l'intento degli USA di 'esportare la democrazia con la guerra', come avevo modo di evidenziare in quel mio lavoro![47] Mi convinsi, all'epoca, che la realtà in osservazione poneva il problema di dover individuare un paradigma concettuale utile per un compiuto inquadramento del fenomeno di cui si discute.

Nel presente ritengo necessario rinvenire una risposta alle numerose antinomie che, nei tempi recenti, si vanno delineando a livello generale con riguardo alla globalizzazione. A ben considerare la configurazione che quest'ultima ha assunto a seguito degli eventi bellici, che ormai da alcuni anni turbano il pianeta, per un verso lascia ipotizzare una difficile riduzione delle asimmetrie riscontrabili nella comparazione tra i paesi del globo, per altro disvela una realtà socio politica che, a livello internazionale, induce a guardare con favore la tesi secondo cui la «globalizzazione è una grandiosa utopia che permette d'integrare il mondo nel mercato ed entrambi nell'America»[48]. Tale espressione allude ad una realtà che, nel riferimento alla «vocazione espansionistica statunitense», è riconducibile ad una formula universalistica incentrata su una ipotesi costruttiva che ruota su tre cardini «impero mercato America».

Prescindendo da esasperazioni concettuali che ravvisano in detta formula il presupposto per la rivendicazione da parte del popolo americano della rappresentanza dell'umanità, mi sembra che non possa - e non debba - escludersi che a lungo il pianeta ha vissuto in un equilibrio precario (si pensi agli anni della 'guerra fredda') proprio a causa di una logica protesa ad una effimera globalizzazione[49]. Si comprende, allora, come il mercato ha giocato un ruolo di 'copertura', unitamente alla 'espansione

[46] Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004
[47] Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, cit. p.17
[48] Cfr. l'editoriale intitolato *L'importanza di non essere globali*, in *Limes*, n. 4, 2023, p. 7.
[49] Per un esame delle componenti significative del rapporto tra Stati Uniti d'America e Unione Sovietica cfr. SALMONI, *Guerra o pace. Stati Uniti, Cina e l'Europa che non c'è*, Napoli, 2022, *passim*, in particolare cap. II.

democratica', per la realizzazione di interessi *altri.*

Alla luce di quanto precede, risulta chiaro che la costruzione di una globalizzazione portatrice di pace e benessere viene meno in presenza di eventi che mettono in crisi il sogno egemonico di una nazione che si vede costretta - come si è tentato di puntualizzare - ad avviare una 'transizione egemonica'. Siffatta realtà si accentua in presenza della vittoria di Trump nelle elezioni statunitensi; ai nostri occhi si apre la prospettiva di un'America in bilico tra un *isolazionismo* economico (dovuto soprattutto all'adozione di alti dazi e al rifiuto di intervenire nella lotta al surriscaldamento climatico in una logica *anarco capitalista*[50]) ed il prevedibile intento di recuperare su altri fronti una politica protesa alla affermazione di una logica di dominio. Ciò segna probabilmente la fine di un'era politica e, con essa, del processo di globalizzazione in cui molti hanno creduto, ascrivendo ad esso una *esclusiva* valenza economica, purtroppo contraddetta dai recenti eventi che, come dianzi ho sottolineato, turbano il pianeta.

11. Sarà la storia a giudicare le conseguenze di una anacronistica visione di un imperialismo vincente; per quanto riguarda la materia oggetto della nostra indagine, va fatto presente che sussistono fondate ragioni per ritenere ormai avviato un cambiamento socio politico che impedisce di configurare la continuità, sul piano economico, di una situazione di sviluppo che fa riferimento ad una realtà globale. E' evidente come i mutamenti indotti in quest'ultima dagli eventi dianzi menzionati escludono che la relazione tra «sviluppo economia e finanza» possa trovare un adeguato compendio nel riferimento ad un sistema globalizzato, che oggi non è più configurabile come fattore catalizzatore dei processi di crescita.

Quel che ora necessita proporre è *forse* un accertamento in ordine alla possibilità di eliminare (o, quanto meno, ridurre) i condizionamenti imposti dalla logica

[50] Per un'analisi del contesto socio economico nel quale trova affermazione tale logica si veda MONTEDORO, *Il diritto pubblico tra ordine e caos*, Bari, 2018, *passim*, ove viene rappresentata una realtà - caratterizzata da incertezze e crisi dei valori fondativi, da una globalizzazione al tempo stesso travolgente e disperante - tale da sembrare governata dall'irrazionalità.

di un capitalismo contrario al conseguimento del 'benessere comune', in quanto finalizzato, spesso per ragioni di mero utilitarismo, ad orientare i benefici dei progetti economici solo a vantaggio di alcuni. Va riaffermato, a mio avviso, l'obiettivo di ricondurre l'etica tra le componenti del mercato, quale ineludibile *prius* dell'attività economica[51]; in altri termini, ritengo che oggi, in ragione dei cambiamenti della morfologia del mercato, vada riproposto con forza nuova l'osservanza di principi che consentano la realizzazione di una giustizia commutativa[52].

Sotto altro profilo, l'orientamento proponibile è quello di guardare la strumentazione regolamentare ed i meccanismi operativi che consentono di individuare le soluzioni per riportare lo sviluppo sociale ed economico in un ambito di *sostenibilità*. Diviene, per tal via, possibile assicurare un equo contemperamento tra i differenti fattori della produzione, pervenendo ad esiti che - oltre ad un ipotizzabile imparziale partecipazione ai benefici del processo produttivo di tutti coloro che (sia pure in misura ed a titolo diverso) intervengono in esso - hanno di mira essenzialmente la lotta al cambiamento climatico, al superamento di eventuali crisi energetiche e alla salvaguardia delle generazioni future.

Consegue l'analisi della *sostenibilità*, che negli anni recenti è stata posta al centro dell'attenzione di numerose discipline e, in particolare, degli studi di «diritto dell'economia». Come di recente ho sottolineato, la ricerca relativa a tale tematica deve essere svolta in una duplice prospettiva ('sistematica' e 'tecnico operativa'), sì da fornire (da variegate angolazioni) le soluzioni ipotizzabili per riportare lo sviluppo sociale ed economico in un contesto di *sostenibilità* [53].

I criteri guida di una indagine siffatta si rinvengono in una indicazione formulata in sede ONU in tempi lontani, allorché detto concetto venne rappresentato come funzionalizzato alla soddisfazione dei «bisogni del presente senza compromettere la

[51] Cfr. FAZIO A., *Discorso* tenuto nell'Abazia Benedettina di S. Vincenzo al Volturno il 7 ottobre 2000.
[52] Cfr. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, p. 142.
[53] Cfr. *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in *Rivista di diritto bancario*, 2023, p. 359 ss.

possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri»[54]; indicazione cui agli inizi di questo millennio venne data piena adesione dalla Commissione UE, in attuazione dell'art. 2 del Trattato di Amsterdam del 1997 nel quale si fa espresso riferimento ad «uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile delle attività economiche», nonché ad «una crescita sostenibile e non inflazionistica».

Col trascorrere del tempo - a seguito di un intervenuto raccordo tra le esigenze dell'economia e quelle della solidarietà - la sostenibilità è divenuta presupposto di 'pari dignità', assurgendo a valore ampiamente condiviso, declinato in variegate modalità, unitariamente protese verso l'affermazione di una cultura incentrata sulla 'responsabilità sociale'. La progressiva acquisizione della consapevolezza di dover orientare lo sviluppo in modalità che riescano a conciliare finalità diverse ha indotto, poi, a ricercare nella fattispecie una formula che, anche a livello terminologico, riuscisse a rappresentare l'esigenza di porre in essere un nuovo schema operativo in grado di innovare l'*agere* economico finanziario.

Bisognerà attendere, tuttavia, la pesante esperienza della crisi pandemica del 2020 per vedere finalmente aperta la strada ad una attenuazione della inflessibile applicazione delle categorie della scienza economica (l'interesse, il profitto, l'efficienza, ecc.). L'acquisita consapevolezza «delle contraddizioni che connotano la realtà di molti paesi»[55], ha indotto ad orientare i rapporti intersoggettivi in direzioni che evitano di sacrificare a rigide valutazioni tecniche i diritti umani. Da qui la ricerca di soluzioni ad alcune delle più importanti problematiche presenti nel pianeta (dualismo economico, riduzione della disoccupazione e della povertà), alla quale si è accompagnata la formula della *sostenibilità* preordinata a conciliare finalità diverse nella proposizione di un innovativo modello dell'attività economica, cui dianzi si è fatto riferimento.

Si è in presenza, infatti, di una locuzione cui è sottesa una 'flessibilità

[54] Cfr. ONU, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 1987.
[55] Cfr. MONTEDORO, *Relazione* svolta nel webinar su *«Emergenza covid 19 e regolazione dell'economia: giuristi ed economisti a confronto*», incontro organizzato dall'Università La Sapienza di Roma il giorno 11 gennaio 2020.

programmatica' volta a promuovere l'adozione di soluzioni concrete nella integrazione tra fattori variegati. Diviene, per tal via, prefigurabile una nuova relazione tra ecologia, giustizia sociale e democrazia in quanto, come è stato sostenuto, l'«accesso allo sviluppo umano in modo sostenibile» fa sì che si determinino i presupposti per una «democrazia [...] che mira a realizzare la giustizia sociale»[56]. Da qui la riconducibilità dello *sviluppo sostenibile* alla affermazione di canoni democratici, vale a dire in grado di assicurare a ciascuno il diritto ad esistere, superando le disuguaglianze, che per solito sono frutto del capitalismo industriale. Consegue l'avvertita necessità di dover procedere ad una ridefinizione dei criteri che presiedono all'esercizio di una finanza che si propone con finalità in precedenza poco attenzionate.

Si individua una realtà nella quale la ricerca di esiti adeguati a riportare lo sviluppo sociale ed economico nel contesto dianzi rappresentato agisce da catalizzatore nella proposizione di una struttura organizzativa 'multiforme' con riguardo alla pluralità dei suoi elementi costitutivi, ma 'unitaria' ove considerata con riferimento al nesso che congiunge le finalità programmatiche da attuare. La *sostenibilità* aiuta ad identificare i limiti che connotano i processi economici, impedendo che questi siano di ostacolo al conseguimento degli obiettivi sociopolitici avuti di mira. Ciò spiega la ragione per cui tale locuzione, con frequenza crescente, si rinviene (nelle analisi effettuate dagli studiosi di differenti discipline, oltre che nelle indicazioni della politica) associata alla individuazione di soluzioni riguardanti molteplici questioni che, muovendo da quella ambientale, si estendono fino alla ottimizzazione dei processi di *governance*.

Si intravede un cambiamento sistemico di particolare importanza nel diritto positivo del nostro Paese e, più in generale, in quello UE; diviene ipotizzabile attuare in un futuro non lontano una progettazione che consenta la ripresa e la resilienza. Rilevano in proposito le modifiche di noti canoni disciplinari del nostro ordinamento (come, ad esempio, la ridefinizione del Testo Unico della Finanza in via di realizzazione

[56] Cfr. J.P. FITOUSSI, *La nuova ecologia politica*, Milano, 2009, 11 ss

e l'adozione di misure correlate ai mutamenti introdotti dalle tecnologie digitali), resi necessari per una semplificata regolazione del mercato dei capitali e per normare il ruolo essenziale svolto dai mercati digitali.

Di certo, ritengo che la ricerca sarà presto in grado di fornire utili indicazioni in ordine all'esigenza di conseguire opportune forme di raccordo della sostenibilità con i cardini di un innovativo *modus operandi.* Ciò apre alla prospettiva di impiegare modelli e metodologie fondati su uno stretto nesso tra l'entità delle risorse mobilitate e l'innalzamento del grado di efficienza produttiva; ovviamente rendendo indispensabile, come è stato sottolineato, che «i piani di spesa pubblica [siano] accompagnati da riforme volte a migliorare l'ambiente economico in cui si svolge l'attività imprenditoriale»[57].

12. Le considerazioni che precedono inducono a riflettere sulle ipotizzabili prospettive che si delineano in presenza di una realtà segnata da un profondo cambiamento del mercato finanziario e da significative modifiche del contesto autoritativo di vertice che al medesimo sovraintende. I tempi a venire sono connotati da incognite ed incertezze dovute a motivazioni diverse, che vanno dall'identificazione di limiti nell'attività di supervisione, dianzi richiamati, al prevedibile incremento della rischiosità operativa correlato all'utilizzo dei meccanismi automatizzati nello svolgimento delle funzioni finanziarie.

Si prospetta una realtà che impone la ricerca di soluzioni difficilmente rinvenibili ricorrendo alle ordinarie modalità d'indagine che caratterizzano le tipiche forme sperimentate dagli studiosi e, in particolare, da quelli di diritto dell'economia. Mi sono a lungo domandato quale potesse essere la via d'uscita per superare questa difficile situazione, che impedisce alla comunità dei paesi europei che compongono l'UE di trovare il "giusto percorso" che consenta di procedere sulla strada del progresso e della crescita. Ho dovuto fare appello ai miei ricordi di sessant'anni ed oltre di studi e di

[57] Cfr. *Intervento* del Governatore della Banca d'Italia al 27° convegno Assiom - Forex, 6 febbraio 2021

esperienze professionali nel settore finanziario nella speranza di rinvenire un aiuto per sbrogliare questo dilemma; e finalmente ho compreso che - a fronte della complessa situazione dianzi descritta - un rimedio esiste… è possibile rinvenire un percorso che riesca a farci uscire dal 'guado'.

Questo rimedio è il ritorno della *politica* che da molto tempo ha volontariamente dismesso il suo 'primato' nella funzione "di indirizzo" della attività finanziaria, alla quale in alcuni paesi - come il nostro - è riconosciuta anche rilevanza costituzionale. Ed invero, risale al tempo dell'avvio del processo d'integrazione economica europea un progressivo ritiro della politica dal suo 'ruolo guida' nelle scelte di fondo che contraddistinguono la linea interventistica che, per l'appunto, interpetra *l'opzione politica* del Governo. Tale ritiro è ingiustificato e rivela, piuttosto, un intento di *rinuncia* nell'affrontare l'intrinseca difficoltà di un *agere* che è stato, nella sostanza, demandato alla tecnica.

Necessita un opportuno cambiamento della linea interventistica da anni seguita dalla politica in materia finanziaria. Va da sé che, a tal fine, la «forma di governo» ottimale è di certo quella che si qualifica in chiave *democratica,* in ragione della sua diretta riferibilità al potere decisionale del *popolo sovrano*. Vengono in considerazione, quindi, i processi deliberativi che contraddistinguono le *democrazie rappresentative*[58]; processi che - attraverso un dialettico confronto tra le differenti forze politiche in sede parlamentare - esprimono scelte che siano frutto di una *sintesi* effettuata dal Governo; ciò, ovviamente nel presupposto che, come di recente ha sottolineato il presidente Mattarella, «la volontà di una maggioranza non diventi un assolutismo di Stato»[59].

Sotto altro profilo, occorre innovare le modalità di esercizio della volontà politica in ambito europeo e, dunque, promuovere l'osservanza (all'interno dell'UE) dello 'Stato di diritto', nel quale si compendia l'essenza della logica democratica. E sul

[58] Cfr. per tutti MORTATI, *Le forme di governo*, Padova, 1973, ove si evidenzia la stretta connessione esistente tra la forma democratica dello Stato e quella repubblicana, tesi poi accolta dalla prevalente dottrina e dalla stessa giurisprudenza costituzionale.

[59] Cfr. il discorso sul significato politico di "democrazia", tenuto in occasione dell'apertura della settimana sociale dei cattolici in Italia a Trieste in *Il Foglio* del 4 luglio 2024.

punto l'Unione risulta fortemente deficitaria, come è dato constatare ove si abbia riguardo alle ripetute 'violazioni' del principio in parola (perpetrate da parte di alcuni paesi del gruppo Visegrad e in particolare dall'Ungheria), alle quali non ha fatto seguito l'attivazione dei procedimenti sanzionatori adottati dall'Unione, rimasti fino ad oggi senza alcun esito[60].

Francesco Capriglione

[60] Cfr. CAPRIGLIONE, *Efficientamento dell'UBE e ''stato di diritto''. Per un'Europa diversa*, in *Nuova giuris. civ. commen.*, 2024, p. 693 ss.

SU ALCUNI ASPETTI DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA IN MATERIA DI FINANZA ALTERNATIVA: ORIGINATING CREDIT FUNDS E CREDIT INSURANCE *

(On certain aspects of European Regulation in Alternative Finance: Originating Credit Funds and Credit Insurance)

ABSTRACT: *Il contributo esamina i recenti sviluppi della regolamentazione finanziaria europea in materia di finanza alternativa, concentrandosi sui fondi di credito nell'ambito della AIFMD 2 e sull'assicurazione del credito nel quadro del CRR 3, analizzando come i progressi normativi mettano a dura prova le strutture del mercato nazionale, rendendo necessari adeguamenti per mantenere la competitività e garantire l'allineamento con gli standard europei in evoluzione.*

The paper examines recent developments in European financial regulation concerning alternative finance, focusing on credit funds under AIFMD 2 and credit insurance within the CRR 3 framework analyzing how regulatory advancements challenge domestic market structures, necessitating adjustments to maintain competitiveness and ensure alignment with evolving EU standards.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. AIFMD 2 e fondi di credito. – 3. Il rilascio di garanzie del credito (la credit insurance). – 4. Conclusioni.

1. Nella individuazione di profili di interesse discendenti dalla regolazione europea in tema di finanza alternativa, l'attenzione di cui al presente scritto si concentra su due ambiti specifici, individuati nel novero delle svariate disposizioni

* Contributo approvato dai revisori.

adottate o in gestazione nel contesto della alluvionale regolamentazione di fonte europea.

L'angolo privilegiato è quello della concessione di finanziamenti da soggetti diversi dalle istituzioni creditizie, ambito nel quale resiste a livello domestico, con diverse deroghe ed eccezioni, una riserva a favore di intermediari finanziari.

E' un fenomeno come noto non armonizzato a livello europeo. Manca una definizione del concetto di erogazione di credito (*granting of credit*), configurato piuttosto quale componente della nozione di ente creditizio e da alcuni ricondotto alle attività ancillari elencate tra quelle ammesse a mutuo riconoscimento[1].

Nei paesi dell'Unione si rinvengono definizioni che divergono per approccio e struttura[2]; per contro la regolamentazione europea propone tasselli normativi non omogenei né volti a regolare il fenomeno in quanto tale, quanto piuttosto destinati a tratteggiare, in modalità se si vuole anche episodica e settoriale, situazioni nelle quali a certi operatori è consentito porre in essere una certa tipologia di operazioni, così costruendo una frammentata articolazione della disciplina del soggetto, o del prodotto, piuttosto che quella di una regolazione a tutto tondo dell'attività.

Per questo motivo adopereremo come parametro di riferimento interno la nozione domestica di concessione di finanziamenti, come rinvenibile nella disciplina secondaria del 106 tub - il D.M. 53 del 2015 - che, come noto, associa alla erogazione di finanziamenti anche il credito di firma, sotto specie del rilascio di garanzie[3].

Dunque, due gli ambiti europei considerati: il primo costituito dalla direttiva 927 del 2024, la AIFMD 2[4] nel riferimento alla regolazione dei *fondi di credito*; il secondo

[1] Vedi F. ANNUNZIATA, *Credit Funds Regulation in the EU and the debate on NPLs and AMCs*, in *Bocconi Legal Studies Research Papers*, May 2021; S. N. HOOGHIEMSTRA, D. ZETZSCHE, *Loan-Originating (Debt) Funds*, in D. ZETZSCHE, (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Kluwer Law Intl., 3rd edition, Chapter, 28, 2020.

[2] EBA Report, 27 November 2014, *Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States*.

[3] Cfr. D.M. 2 aprile 2015, n. 53, Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonchè dell'articolo 7-ter, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130, art. 2, comma 1.

[4] Cfr. Direttiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 marzo 2024, che modifica

connesso all'impatto che dal nuovo CRR 3[5], tenuto altresì conto dei connessi recenti report EBA[6], discende sulla figura della *credit insurance*.

Argomenti tra loro distinti e che trovano quale punto di connessione la circostanza di porre in qualche modo in tensione le regole domestiche di *riserva di attività* e di *limiti di operatività* degli intermediari appartenenti ai settori di riferimento.

2. La circostanza che alla direttiva sui gestori di fondi alternativi (la AIFMD del 2011) sia possibile ricondurre anche il fenomeno dei cd. fondi di credito è un dato accolto nell'analisi e nella letteratura di settore[7]; per quanto, come noto, tale disciplina si occupa dei gestori e i prodotti vi trovano spazio solo in via indiretta, l'accezione dei FIA alternativi ivi contenuta ha una ampiezza tale da farvi pacificamente ricomprendere i fondi di credito[8].

Questi a loro volta non sono oggetto di una specifica definizione. Chi si è approcciato al tema, in chiave di analisi europea, ha dovuto ricondursi alle impostazioni dei policy setters e degli enti regolatori, IOSCO[9] ed ESMA[10], che hanno fondato anche in chiave di costruzione di un'adeguata tassonomia la distinzione di vertice tra *originating funds* e *participation funds*[11]. Distinzione che come noto si fonda sul fatto

le direttive 2011/61/UE e 2009/65/UE per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi (la "Direttiva" o la "AIFMD 2").

[5] Il riferimento è al Regolamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor.

[6] Vedi EBA, *Report on Credit Insurance*, Mandate under Article 506 of the CRR as amended by the CRR3, EBA/REP/2024/21, October 2024.

[7] M. BIASIN-M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto* (direct lending fund), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, 5, 538 ss.

[8] Vedi, anche, D. ZETZSCHE, *The Directive on Alternative Investment Funds Managers (AIFMD): An Introduction*, in D. ZETZSCHE (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit. p. 1 ss. In generale, M. CIAN, I FIA: osservazioni e interrogative dal punto di vista del quadro di mercato edelle imprese finanziate, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2017, n. 3, p. 293 ss.

[9] Vedi IOSCO, *Findings of the Survey on Loan Funds – Final Report* (IOSCO, 2017).

[10] Vedi ESMA, *Opinion, Key principles for a European framework on loan origination by funds*, Aprile 2016, ESMA/2016/596.

[11] Vedi S.N. HOOGHIEMSTRA, *Towards a European Legal Framework for Loan - Originating Funds* (June 25, 2019), Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3492968.

che i primi sono fondi che, in base alla propria strategia di investimento, permettono di concedere e ristrutturare prestiti, mentre i secondi si limitano ad acquisire ed eventualmente ristrutturare prestiti esistenti originati da banche e altre istituzioni.

Nel tempo, in vari paesi si è proceduto a disciplinare siffatti strumenti. È il caso dell'Italia, che vi ha provveduto già a partire dal 2014, includendo nella definizione di OICR un richiamo al possibile investimento in crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi dai consumatori[12], a valere sul patrimonio dell'OICR[13] e con l'approntamento di regole ad hoc distinte in funzione della natura italiana o UE dei FIA destinati alla erogazione diretta[14].

La revisione della AIFMD, portata a termine nel 2024, *per rafforzare la certezza del diritto* chiarisce che la gestione dei FIA può anche comprendere le attività di concessione di prestiti per conto di un FIA[15].

La Direttiva sottolinea che l'erogazione di prestiti da parte di fondi di investimento può costituire una fonte di finanziamento alternativo per l'economia reale, in specie per le piccole e medie imprese dell'Unione; in questa prospettiva l'assenza di una disciplina uniforme alimenta l'arbitraggio regolamentare[16].

All'obiettivo chiave di facilitare l'accesso ai finanziamenti si connette, peraltro, l'esigenza di affrontare i potenziali rischi micro e macroprudenziali che potrebbero discendere da tale operatività.

Agli Stati membri è consentito di fissare norme più restrittive[17] per specifici prodotti, anche ad esempio vietando la concessione di prestiti ai consumatori sul proprio territorio[18], analogamente a quanto per esempio previsto in Italia.

---

[12] Integrazione questa intervenuta del d.l. 18 del 2016.
[13] Vedi art. 1, comma 1, lett. k, del TUF. In letteratura, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitale e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in Rivista delle società, 2015, n. 2-3, p. 387 ss.
[14] Vedi artt. 46-bis ss, TUF, introdotti dal menzionato d.l. 18 del 2016.
[15] Vedi considerando 5.
[16] Vedi considerando 13.
[17] Ancora vedi considerando 13.
[18] Vedi considerando 15.

Non è fissato esplicitamente un regime di passaporto per i fondi in questione, il che all'evidenza genererà approcci non uniformi in sede di recepimento della Direttiva: le ipotesi, pur avanzate in letteratura, di una possibile ammissione *de facto* di un regime di passaporto dei prodotti in parola[19] paiono invero poco sostanziate.

L'esigenza di conciliare la possibilità di istituire fondi che erogano prestiti con strumenti di presidio dei relativi rischi trova attuazione in diverse ramificazioni.

Quanto all'articolazione soggettiva, viene ad esempio in considerazione l'erogazione tramite terzi (la cd. concessione indiretta di prestito) che in fase applicativa certamente occuperà gli interpreti per discernere quando si è dinanzi ad una simile fattispecie che dovrebbe ricomprendere i casi nei quali il FIA o il GEFIA partecipa alla strutturazione del prestito o ne definisce o concorda preliminarmente le caratteristiche con il terzo (o con il veicolo) che eroga il finanziamento[20].

La Direttiva definisce il *FIA concedente prestiti*, che è quel fondo la cui strategia di investimento consiste principalmente nel concedere prestiti (o i cui prestiti concessi hanno un valore nozionale che rappresenta almeno il 50 % del suo valore patrimoniale netto).

Una discreta componente della disciplina prudenziale a presidio dei rischi connessi all'operatività di erogazione, tuttavia, è estesa ai GEFIA che gestiscono FIA che erogano prestiti pur senza rientrare nella definizione di cui sopra[21].

Ciò vale ad esempio a proposito della necessità di disporre di politiche e procedure per concedere prestiti, valutare il rischio di credito e gestire e monitorare il portafoglio di crediti.

Analogamente, per evitare azzardi morali, è estesa ai FIA che erogano crediti senza qualificarsi come FIA concedente prestiti la regola sull'obbligo di mantenimento

[19] Vedi S. HOOGHIEMSTRA, *Banks versus LO-AIFs & the "AIFMD 2 Lending Passport"*, in *Agefi Luxembourg*, settembre 2024, p. 29.
[20] Vedi considerando 14, secondo il quale tali circostanze dovrebbero essere considerate quali attività di concessione di prestiti e dovrebbero essere dunque soggette alla AIFMD 2 (in disparte ogni considerazione sulla qualificazione soggettiva del soggetto che materialmente eroga il prestito).
[21] Vedi considerando 16.

del rischio (*risk retention*) quando i crediti sono trasferiti a terzi e, il divieto per i GEFIA di gestire FIA con strategia *originate-to-distribute*[22].

Questa ultima previsione è particolarmente significativa sul piano generale.

Per un verso, per implicito chiarisce che, allo stato, in assenza di diversa previsione negli ordinamenti domestici, il gestore potrebbe legittimamente perseguire una strategia di questo genere.

Sotto altro versante, la preclusione di una determinata strategia viene in concreto a limitare la autonomia gestionale, così come la libera determinazione delle strategie operative degli investitori e primariamente del gestore che istituisce fondi che erogano crediti. Verrebbe da chiedersi se la soluzione normativa adottata sia la più efficiente o se non sarebbe stato più adeguato introdurre obblighi rafforzati di istruttoria per la erogazione di finanziamenti destinati ad essere distribuiti o ancora una disposizione più rigida di *risk retention*, piuttosto che operare precludendo in modo assoluto la strategia di *originate to distribute*.

Dunque, secondo l'approccio seguito dalla AIFMD 2, in principio, i prestiti dovrebbero essere concessi al solo scopo di investire il capitale raccolto dal FIA conformemente alla sua strategia di investimento e ai vincoli normativi.

Considerata tuttavia, l'esigenza che il GEFIA attui la strategia di investimento nel migliore interesse degli investitori del FIA sono introdotte diverse deroghe alle norme sul mantenimento del rischio, come ad esempio qualora ciò non sia compatibile con l'attuazione della strategia di investimento del FIA o con i requisiti normativi. Si pensi all'ipotesi di violazione di limiti di investimento o di diversificazione, o qualora il FIA stia entrando in liquidazione, o laddove la situazione del mutuatario cambi, o ancora nel caso di inadempimento del mutuatario, se la strategia di investimento del FIA non consiste nel gestire attività deteriorate[23].

[22] Vedi considerando n. 20 e art. 1 punto 7 b) della AIFDM 2 che introduce il nuovo paragrafo 4 *nonies* nell'art. 15 della AIFMD.

[23] Vedi ancora il considerando n. 20. In ogni caso un GEFIA dovrebbe, su richiesta delle autorità competenti del proprio Stato membro di origine, giustificare la propria decisione di avvalersi della deroga alle norme sul mantenimento del rischio.

È ben evidente dall'elencazione dei casi di deroga sopramenzionati quanto sia in concreto complesso confermare un principio limitativo di determinate modalità operative a fronte di un operatore professionale, il GEFIA, chiamato a tutelare al meglio l'interesse degli investitori che gli hanno affidato impegni di investimento con la prospettiva di ritorni più o meno significativi.

Altro tema particolarmente sentito attiene poi ai rischi di liquidità connessi alla gestione di FIA che erogano crediti. Come noto, nel nostro Paese i fondi che erogano crediti devono avere la forma chiusa. Non è così in altri Paesi dell'Unione. La soluzione prevista dalla Direttiva è nel senso di ammettere un meccanismo di gestione del rischio di liquidità. Ed infatti, per attenuare i rischi legati alla trasformazione delle scadenze il principio base per i *FIA concedenti prestiti* è l'adozione della forma chiusa. Questa può essere però abbandonata a condizione che siano soddisfatti determinati requisiti, tra i quali un sistema di gestione della liquidità che riduca al minimo i disallineamenti di liquidità, garantisca il trattamento equo degli investitori e sia soggetto alla vigilanza delle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA[24].

Sempre in capo ai *FIA concedenti prestiti* sono imposte limitazioni in termini di diversificazione e frazionamento, per contenere il rischio di interconnessione[25], così come soglie in termini di leva finanziaria, diversificate a seconda che i fondi siano di tipo aperto o chiuso[26].

Considerate infine le difficoltà che i GEFIA potrebbero incontrare nel conformarsi alle modifiche dei requisiti normativi introdotte dalla Direttiva durante il ciclo di vita dei FIA che gestiscono (attesa la natura potenzialmente illiquida e a lungo termine delle attività dei FIA che concedono prestiti), è previsto un ampio e robusto regime transitorio a favore dei FIA istituiti prima della sua adozione[27].

Il recepimento domestico della AIFMD 2 potrà certamente irrobustire la

[24] Cfr. considerando n. 21.
[25] Vedi considerando 17.
[26] Vedi considerando 18.
[27] Vedi considerando 23 e art. 1 punto 24 lett. b della AIFMD 2, che introduce il nuovo paragrafo 6 all'art. 61 della AIFMD.

struttura dei FIA di credito, con la prevista possibilità di costruire tali prodotti anche in forma aperta, alle condizioni sopra ricordate.

La calibratura delle modalità con le quali dare applicazione al divieto della strategia *originate to distribute* rappresenterà sul piano fattuale la parte più complessa, attesa la molto pronunciata variabilità delle modalità con le quali i gestori possono trovarsi a procedere al trasferimento a terzi dei crediti originati, al pari della enucleazione dei casi di erogazione tramite terzo o veicolo.

3. Il secondo profilo di analisi considerato presenta aspetti squisitamente tecnici che tuttavia alludono anche a principi di vertice, ancor più se esaminati con gli occhiali del giurista domestico, come noto attento a categorie e distinzioni di causa. Distinzioni che un po' scoloriscono nella disamina della regolamentazione europea, volta come è quest'ultima a dare per quanto possibile uniforme impostazione a fenomeni che debbono operare in plurimi e distinti ambienti giuridici o ordinamentali.

L'attenzione si concentra sulla *credit insurance*, e ciò anche in considerazione delle recenti evoluzioni della disciplina prudenziale europea in campo bancario e dei connessi interventi delle Autorità di regolazione unionali[28].

L'assicurazione del credito, come noto, rappresenta una classica figura di copertura assicurativa dei rami non vita[29].

Ciò che tuttavia vorrei qui considerare, nella prospettiva di interazione tra comparto assicurativo e comparto finanziario in senso stretto è la assimilabilità sul piano economico e poi su quello del trattamento giuridico tra tale tipologia di copertura – o, se vogliamo ragionare in termini contrattuali, tra tale contratto di assicurazione – ed altre forme di garanzia finanziaria.

Come terreno nel quale fondare tale analisi può essere utilizzato quello della

[28] Vedi EBA, *Report on Credit Insurance*, cit.
[29] Vedi CERINI, *Assicurazione e garanzia del credito*, Milano, 2003; Landini, *Garanzia del credito: polizze fideiussorie e assicurazione del credito*, in *Il mercato assicurativo nell'unitarietà dell'ordinamento giuridico*, a cura di Landini e Ruggeri, Napoli, 2019, p. 203 ss.

disciplina prudenziale delle *credit institutions*, in particolare le tecniche di mitigazione del rischio (le cd. *CRM techniques*) cui queste possono ricorrere per ridurre l'assorbimento patrimoniale delle esposizioni vantate verso terzi (clientela e controparti). Come noto, le tecniche di mitigazione del rischio si distinguono in *funded* (ad esempio un pegno di titoli, un deposito di denaro) e *unfunded*.

In questo secondo ambito, che è quello che qui interessa, la normativa europea (il CRR) fa rientrare, nominandole, le garanzie finanziarie e i contratti derivati di credito, laddove soddisfino caratteristiche e requisiti che le rendano utilizzabili (*eligible*) come tecnica di mitigazione del rischio.

Negli anni una ampia discussione ha riguardato la possibile riconduzione tra le tecniche di mitigazione del rischio delle assicurazioni del credito rilasciate da imprese di assicurazione. Una Opinion dell'EBA del 2020 ha trattato in maniera compiuta la materia[30], un successivo Report sempre della stessa autorità è stato rilasciato lo scorso ottobre, allo scopo di tenere conto della evoluzione disciplinare medio tempore intercorsa nella regolazione prudenziale delle banche, con l'adozione del CRR 3.

Ora, al di là di tutti i profili più squisitamente tecnici propri dell'analisi condotta dall'EBA, ciò che rileva è la costruzione che l'Autorità pone in essere per riconoscere alla *credit insurance* la qualifica di strumento *eligible* come tecnica di mitigazione del rischio.

A livello europeo manca una apposita definizione della credit insurance; neppure le direttive concedono su questo punto agli Stati membri la possibilità di dettare disposizioni definitorie. In questo quadro generale, l'EBA definisce la *credit insurance* come un *contratto tra un assicuratore e una banca che individua la copertura assicurativa di una determinata esposizione creditizia della banca nei confronti di un debitore*, specificando le perdite coperte, ad esempio gli importi di capitale che la banca non riceve alla scadenza e che derivano da un mancato pagamento da parte del

[30] Vedi, EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the treatment of credit insurance in the prudential framework*, 9 March 2020, EBA/Op/2020/05.

debitore[31].

L'estensione a questi contratti della ammissibilità quali tecniche di mitigazione dei rischi creditizi (quale protezione *unfunded* del credito) è argomentata dalla Autorità europea sulla base del fatto che l'assicurazione del credito *condivide la stessa natura economica delle garanzie*[32], cioè copre un cd. *rischio finanziario puro*.

Sul piano sistematico si tratta di un ulteriore tassello della riduzione di distanza tra il campo finanziario e quello assicurativo.

Sul piano operativo e di mercato, l'estensione alla *credit insurance* della qualifica di tecnica riconosciuta per la mitigazione dei rischi finanziari genera un ampliamento della gamma di prodotti a disposizione delle istituzioni creditizie e un più ampio ambito di operatività per le imprese di assicurazione, chiamando quindi in causa, sotto quest'ultimo profilo, aspetti di competitività del comparto assicurativo.

Sul piano fattuale, allo stato, mentre le indagini di settore indicano il ruolo crescente della *credit insurance* nell'intermediazione finanziaria[33], le rilevazioni EBA indicano che i livelli di assicurazione del credito detenuti dagli istituti nella UE rappresentano lo 0,8% del valore totale dell'esposizione al rischio di credito degli istituti[34].

Anche in questo caso, il quadro disciplinare europeo viene a confrontarsi con l'assetto interno. È noto che nello scorso decennio si è realizzata una apertura chiara verso un'attività finanziaria da parte delle imprese di assicurazione: è stata introdotta nel TUB una previsione ad hoc che ha riconosciuto alle imprese di assicurazione la possibilità di concedere finanziamenti – diversi dalle garanzie – a soggetti diversi dai consumatori, nel quadro del rinnovato assetto delle regole di investimento previsto

[31] Vedi EBA, *Report on Credit Insurance*, cit., p. 6, punto 9.
[32] Vedi EBA, *Report on Credit Insurance*, cit., p. 11, punto 28.
[33] Vedi IACPM – ITFA *2023 Global Survey on Credit and Political Risk Insurance Relevance and Evolution over Time.*
[34] Ancora EBA, *Report on Credit Insurance*, cit., p. 6, punto 7.

per tali operatori nel regime post Solvency II[35].

Residua, tuttavia, una disciplina di rango secondario adottata dall'ISVAP nel 2009 che, in ambito di classificazione dei rischi tra i rami, ha inteso includere la previsione di taluni rischi non assicurabili (diversi a quelli espressamente indicati nell'art. 12 CAP) e tra questi le coperture a fronte di obbligazioni di dare derivanti da disposizioni contrattuali, quando il rischio sottostante ha natura esclusivamente finanziaria[36]. La finalità della disposizione, per come emerge dalla relazione al Regolamento e dagli esiti della consultazione sullo schema di regolamento, è quella di evitare che le imprese di assicurazione eroghino garanzie a fronte di obbligazioni che hanno quale sottostante rischi puramente finanziari, intesi come rischi collegati al pagamento o al rimborso di finanziamenti ricevuti allo scopo di acquisire fondi o disponibilità liquide nonché rischi collegati all'andamento di variabili di mercato o al valore di prodotti finanziari o di depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari[37].

Ora, al di là di considerazioni connesse alla sussistenza di una prerogativa in capo all'ISVAP di formulare al tempo una previsione della specie[38], cosi come della tenuta circa la estensione di detta limitazione alle imprese con sede nella UE operanti in Italia[39], ciò che rileva oggi è il potenziale disallineamento tra tale assetto e la classica modalità operativa della *credit insurance* per come riconosciuta nel panorama

[35] Cfr. art. 114, comma 2-bis, TUB. Sul punto, in generale, si consenta il rinvio a TROIANO, *L'attività finanziaria delle imprese di assicurazione*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di CAPRIGLIONE, CEDAM, 2019, p. 653 ss.

[36] Il riferimento è al Regolamento ISVAP n. 29 del 16 marzo 2009, concernente le istruzioni applicative sulla classificazione dei rischi all'interno dei rami di assicurazione ai sensi dell'articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

[37] Cfr. ISVAP, *Esiti della pubblica consultazione*, Roma, 16 marzo 2009, p. 4 e *Relazione al Regolamento n. 29*, p. 2.

[38] E ciò considerato che il regolamento in questione è adottato ai sensi di previsioni del CAP (gli artt. 2, comma 6 – in base al quale l'IVASS adotta istruzioni applicative sulla classificazione dei rischi all'interno dei rami nel rispetto del principio di equivalenza dell'autorizzazione nel territorio comunitario – e 5, comma 2 – che conferisce alla autorità la prerogativa di adottare ogni regolamento necessario per la sana e prudente gestione delle imprese o per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati) che non assegnano espressamente il potere di individuare rischi non assicurabili.

[39] Come indicato nell'*Elenco delle norme di interesse generale applicabili alle imprese*, consultabile sul sito IVASS.

internazionale ed europeo, anche tenuto conto della evoluzione che nel frattempo lo stesso ordinamento interno ha osservato[40].

4. L'evoluzione del quadro regolamentare e applicativo europeo in campo finanziario e segnatamente della attività di erogazione di finanziamenti segna avanzamenti nelle tecniche operative e riconoscimenti di modalità di conduzione delle attività che si confronta con i regimi domestici di riserva operativa ponendo in tensione pregressi assetti, chiamando ad un coerente adeguamento del quadro interno. E ciò anche allo scopo di non ridurre la competitività delle industrie nazionali.

Vincenzo Troiano

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università di Perugia

[40] Del resto, è noto che il potere regolamentare in materia, oltre che in coerenza con le finalità della vigilanza, deve anche tenere conto delle esigenze di competitività e di sviluppo dell'innovazione nello svolgimento delle attività dei soggetti vigilati: cfr. art. 191, comma 3, CAP.

LA REGOLAZIONE EUROPEA PER LE MATERIE PRIME FRA GEOPOLITICA, TUTELA DELL'AMBIENTE E SVILUPPO DELL'ECONOMIA*

(The European regulation of raw materials between geopolitics, environmental protection, and economic development)

ABSTRACT: *La recente approvazione del Critical Raw Material Act (CRMA) rappresenta un fattore significativo nelle dinamiche dell'economia per i prossimi anni. La domanda dell'Unione europea di una pluralità di beni come i metalli comuni, i materiali per batterie, terre rare e altro ancora è stimata in netto aumento anche per effetto della politica di progressivo (non facile né indolore) abbandono dei combustibili fossili in ossequio al passaggio – con una cadenza incrementale ritenuta inevitabile – a sistemi energetici che necessitano di un numero sempre maggiore di minerali. In questa prospettiva, per realizzare e "governare" la transizione verde e, quindi, porre in essere una strategia economico-finanziaria volta a promuovere energia pulita, sarà necessario soddisfare la crescente domanda di materie prime. Il CRMA si configura, dunque, come uno strumento regolatorio in grado di indirizzare le scelte pubbliche e imprenditoriali verso opzioni che involgono una pluralità di ambiti e interessi che appaiono strategici nella dimensione europea e globale. In questo contesto, le politiche pubbliche devono bilanciare la necessità di regolamentazione con la promozione di un ecosistema favorevole agli investimenti sostenibili. L'obiettivo finale è creare un sistema produttivo efficiente, equo e capace di affrontare le sfide globali senza compromettere la concorrenza.*

The recent approval of the Critical Raw Materials Act (CRMA) represents a significant

* Contributo approvato dai revisori.

factor in shaping economic dynamics for the coming years. The European Union's demand for a wide range of materials—such as common metals, battery materials, rare earth elements, and more—is expected to increase sharply, driven in part by the (neither easy nor painless) gradual phase-out of fossil fuels. This transition, seen as an inevitable step towards cleaner energy systems, requires an ever-growing supply of critical minerals. From this perspective, ensuring and "governing" the green transition, and thus implementing an economic and financial strategy to promote clean energy, will necessitate meeting the rising demand for raw materials. The CRMA, therefore, emerges as a regulatory instrument capable of guiding both public and private sector decisions toward options that encompass multiple strategic areas and interests at both the European and global levels. In this context, public policies must balance the need for regulation with the promotion of an ecosystem encouraging sustainable investments. The ultimate goal is to create an efficient and fair production system that can tackle global challenges without undermining market competition.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il *Critical RawMaterial Act (CRMA)*. – 3. Governare la transizione verde e tecnologica. – 4. *Governance*, catena del valore, sostegno agli investimenti compatibili con il regime concorrenziale. – 5. Considerazioni conclusive.

1. Le *commodities* non alimentari e non energetiche rivestono un'importanza strategica per lo sviluppo di determinate attività industriali e per dare compimento alla transizione ecologica[1]. Il mercato delle materie prime critiche è raddoppiato negli ultimi cinque anni (300 miliardi nel 2022). Il c.d. rapporto Draghi sottolinea come «L'aumento dei rischi geopolitici può aumentare l'incertezza e frenare gli investimenti, mentre i grandi *shock* geopolitici o le interruzioni improvvise degli scambi commerciali possono essere estremamente dirompenti. Con l'affievolirsi dell'era della stabilità geopolitica, aumenta il rischio che l'insicurezza crescente diventi una minaccia per la

[1]R. ARCANO, M. LOSSANI, F. SCINETTI, *Materie prime critiche in UE; a che punto siamo?*, in *Osservatorio sui conti pubblici italiani*, 8 giugno 2023, 1.

crescita e la libertà. L'Europa è particolarmente esposta. Ci affidiamo a una manciata di fornitori per le materie prime critiche, soprattutto la Cina, anche se la domanda globale di questi materiali sta esplodendo a causa della transizione energetica pulita»[2]. Inoltre, «la concorrenza cinese sta diventando particolarmente intensa nei settori chiave che guideranno la decarbonizzazione - come le tecnologie pulite e i veicoli elettrici - grazie a una potente combinazione di politiche industriali intensive, innovazione rapida, controllo delle materie prime e capacità di produrre su scala continentale. Per avere successo, l'UE dovrà quindi elaborare una strategia coerente per tutti gli aspetti della decarbonizzazione, dall'energia all'industria»[3].

Si ritiene opportuno avviare il discorso da queste proposizioni per segnalare la rilevanza delle questioni che possono essere oggetto di approfondimento a proposito del tema della gestione e delle politiche delle materie prime critiche[4].

Le materie prime critiche, come il litio, il cobalto e le terre rare, sono risorse essenziali per la transizione energetica, la digitalizzazione e lo sviluppo tecnologico. La loro gestione implica una riflessione interdisciplinare, che abbraccia aspetti economici, geopolitici e ambientali. L'importanza di questo argomento risiede, da un lato, nella necessità di garantire la sicurezza dell'approvvigionamento (e dell'estrazione che comporta inquinamento e costi elevati[5]) per sostenere le filiere produttive e, dall'altro, nella sfida di adottare modelli di economia circolare[6] per ridurre la dipendenza da forniture esterne.

Questo conduce alle domande di ricerca qui sviluppate anche quale chiave di

[2]Cfr. il c.d. Rapporto Draghi, *Il futuro della competitività europea, Parte A – Una strategia di competitività per l'Europa,* settembre 2024, 3.
[3]*Il futuro della competitività europea, Parte A – Una strategia di competitività per l'Europa,* cit., 12.
[4] Sul punto v. il *Paper* di Astrid, Verso un nuovo assetto amministrativo in tema di materie prime critiche: analisi comparata e proposte di policy, elaborato daValerio Francola, Alessandro Liscai e Gordon Mensah, aprle 2024.
[5]G. DI TARANTO, *Geoeconomia del capitalismo*, Roma, 2024, 24. Si consideri, ad esempio, il palladio, «uno dei sei metalli del gruppo del platino e il più importante e costoso fra i suoi derivati. Indispensabile per ridurre l'inquinamento prodotto dagli autoveicoli, il suo prezzo è continua ascesa da quando stanno diventando più stringenti le normative sulle emissioni di CO2»: così, G. DI TARANTO, *op. cit.*, 26.
[6]K. POUIKLI, *Concretising the role of extended producer responsibility in European Union waste law and policy through the lens of the circular economy*, in *Era Forum*, 10th February 2020, 491 ss.

lettura in ordineall'efficacia delle politiche di diversificazione delle fonti, all'impatto delle attività estrattive e all'urgenza di sviluppare tecnologie per il riciclo e il recupero delle risorse.

A fronte di una crescente competizione internazionale per l'accesso alle materie prime, diventa cruciale promuovere collaborazioni strategiche e rafforzare la capacità di ricerca e innovazione per individuare alternative sostenibili, delineando così un quadro normativo e operativo capace di bilanciare esigenze economiche, etiche e ambientali.

2. La vulnerabilità del "settore" e la riduzione delle dipendenze esterne sono i temi di maggiore impatto, considerato che, sotto quest'ultimo profilo, la quota dell'Unione europea di produzione si attesta all'8 per cento del mercato globale.

La recente approvazione del *Critical Raw Material Act (CRMA)*[7]– parte del più ampio progetto del *Green Industrial Plan*[8] e diretta conseguenza del *Net-Zero Industry Act*[9] – rappresenta, dunque, una novità nel panorama normativo europeo e si inserisce nelle dinamiche dell'economia fra gli strumenti regolatori che sottendono ad una strategia per promuovere l'innovazione in chiave programmatica[10].

Ragioni economiche e geopolitiche richiedono un approccio giuridico al tema

[7] Regolamento (UE) 2024/1252 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 aprile 2024 che istituisce un quadro atto a garantire un approvvigionamento sicuro e sostenibile di materie prime critiche e che modifica i regolamenti (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 e (UE) 2019/1020.

[8] Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Un piano industriale del Green Deal per l'era a zero emissioni nette, Bruxelles, 1.2.2023 COM (2023) 62 final.

[9] Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di misure per rafforzare l'ecosistema europeo di produzione di prodotti delle tecnologie a zero emissioni nette (normativa sull'industria a zero emissioni nette), Bruxelles, 16.3.2023 COM (2023) 161 final 2023/0081.

[10] Nell'ordinamento nazionale è stata data pronta attuazione a tale regolamento europeo per il tramite del decreto-legge n. 84 del 2024, convertito in legge 8 agosto 2024, n. 115. La legge determina le modalità attraverso le quali l'ordinamento nazionale affronta la tematica della gestione delle materie prime sia dal punto di vista della organizzazione sia dal versante della promozione degli investimenti. La *ratio* è quella di fornire gli strumenti utili ai fini dello sviluppo del mercato delle materie prime nello scenario normativo delineato dal regolamento europeo. Esso, infatti, si colloca sullo sfondo quale punto di riferimento necessario ai fini attuativi della politica europea di rafforzamento del ruolo dell'UE e degli Stati nazionali in un settore a forte impatto economico nel quale sussiste un rischio di approvvigionamento delle materie prime non energetiche e non agricole a causa della concentrazione dell'offerta in pochi Paesi.

delle materie prime critiche che ricalchi quanto realizzato, o sia in corso di realizzazione, per quel che concerne, ad esempio, la legislazione per la lotta ai cambiamenti climatici e, più in generale, per la normativa complementare o funzionale alla medesima inerente alle politiche energetiche, all'intelligenza artificiale, al *Next Generation EU*, e così via. Su questo versante la c.d. Alleanza europea per le materie prime rappresenta una delle azioni previste a sostegno dell'attivazione di progetti e di fondi al fine di accorciare la catena del valore e, quindi, di ridurre le interruzioni impreviste[11].

L'interesse verso il tema delle materie prime è duplice: da un canto, viene in evidenza come si sia ravvisata la necessità di una disciplina organica in funzione programmatoria in relazione ad una strategia volta all'accrescimento della competitività su base globale per quelle imprese che si confrontano con il processo di transizione, dall'altro, e forse per conseguenza, emerge come gli strumenti giuridico-economico-finanziari non possano prescindere da una valutazione dell'impatto che i medesimi possono provocare nel tessuto sociale e ambientale in quanto parte della più ampia trasformazione dell'economia e, più in generale, del capitalismo. Si tratta di uno scenario regolatorio in movimento, nell'ambito del quale viene in evidenza come si pervenga ad una regolazione tecnica ed economica in un settore fortemente indiziato di essere fra quelli di maggiore incidenza dal punto di vista degli effetti economici e finanziari considerando il volume di investimenti che si registra nel settore.

I cambiamenti in atto richiedono, dunque, un approccio più attento, rispetto al passato, al tema delle materie prime considerato che, ad esempio, il loro consumo è destinato ad aumentare nel tempo determinando non soltanto il loro progressivo esaurimento ma anche compromettendo la biodiversità, la distruzione di *habitat*

[11] V. lo studio elaborato dalla Cassa depositi e prestiti, realizzato da A. Locarno e S. Passeri, coordinato da A. Montanino e S. Camerano dal titolo Transizione ecologica e digitale: il punto sulle materie prime critiche, reperibile *online* al sito: Transizione ecologica e digitale: il punto sulle materie prime critiche | CDP.

naturali e di spazi verdi[12].

Il *CRMA*– dopo il sostanziale disinteresse regolatorio della Commissione che ha considerato, almeno fino agli inizi degli anni 2000 (dopo cioè che è stato avviato uno*screening* della disponibilità delle materie prime nelle economie dei paesi industrializzati e della potenziale instabilità dei Paesi terzi[13]), come il mercato delle materie prime fosse sostanzialmente stabile e quindi non meritevole di intervento – si prefigge di conseguire l'obiettivo della riduzione dei rischi di approvvigionamento e dell'incremento della loro sostenibilità dal punto di vista ambientale.

E, invero, alcuni Paesi come la Francia, nella recente modifica al codice monetario e finanziario, ha inserito le materie prime critiche fra le attività connesse alle infrastrutture, ai beni e ai servizi essenziali a tutela della sicurezza pubblica con riferimento all'integrità e alla sicurezza nelle attività di estrazione e riciclo[14].

Si tratta di un segnale che, per la verità, attiene anche ad un ulteriore profilo che riguarda l'accresciuto ruolo della regolazione pubblica nell'economia a protezione degli interessi strategici nazionali, pur se tale "pratica" non sempre viene ritenuta come aderente, per così dire, alle prescrizioni in materia economica contenute nelle fonti eurounitarie che, al contrario, dovrebbero aprire alla concorrenza.

E, infatti, tenuto conto che l'estrazione e l'approvvigionamento delle materie può riguardare settori strategici nazionali, la sua "protezione" non sembrerebbe contraria al diritto della concorrenza nella misura in cui le autorità potrebbero considerarle fra gli *asset* strategici utilizzando lo strumento del *golden power* perché, per l'appunto, una materia prima critica necessaria (bene strumentale) per produrre beni inerenti alla difesa o al settore dell'energia o a quello delle telecomunicazioni.

A voler individuare le ragioni sottese alla regolazione dell'uso delle materie prime, viene in evidenza come anche questo strumento costituisca l'ulteriore elemento

[12]UNITED NATIONS, *Global sustainable development report*, *The future is now. Science for achieving sustainable development*, 2019, XXVII.
[13]A. HOOL, C. HELBIG, G. WIERNINK,*Challeges and Opportunities of the Critical Raw Material Act*., in *Mineral Economics*, 20th September 2023, 2.
[14]A. CANDIAN, S. LANDINI, *Golden Power Between the Exercise of Economic Freedoms and Protection of Economic-financial Security*, in *Law and Economic Yearly Review*, 1, 2024, 18 ss.

di un processo da parte dell'Unione europea volto a rendere l'economia più competitiva sui mercati globali e soprattutto di proseguire sulla strada del tentativo di dar corpo ad una sorta di protezionismo tecnologico per sostenere la transizione energetica europea.

Si tenga conto che, su questo versante, è in atto una vera e propria guerra tecnologica e di sussidi su scala globale che, com'è noto, ha innescato una catena di interventi da parte dei Paesi concorrenti degli Stati Uniti d'America nel settore tecnologico e dell'approvvigionamento delle materie prime, ad esempio, nella produzione delle auto elettriche (che richiede una quantità di materiali critici sei volte superiore a quelle convenzionali[15]).

La strategia europea individua tre settori strategici oggetto di potenziali *supply risk*: questi ultimi sono classificati secondo una scala di rischio strutturata in cinque categorie di materie prima che vanno da un livello basso (manganese, zinco, nickel, ecc.) ad uno definito al alto rischio (*light rare earthelements* e *heavy rare earthelements*), che interessano nove tecnologie (fra le quali la robotica, la produzione di droni, la ITC, ecc.), e utilizzate in doversi settori strategici come le rinnovabili, la sanità, la siderurgia, la *e-mobility*, la difesa e l'esplorazione spaziale.

La visuale dell'*engagement* nell'approccio alle materie prime dal punto di vista finanziario attiene ad una serie di elementi di analisi che attengono in primo luogo alla valutazione del livello di rischio di esposizione dell'impresa interessata inerente all'approvvigionamento, all'eventuale riuso dei materiali, agli indici di *performance* ambientale (il riferimento è ai vari strumenti regolatori che fissano, ad esempio, percentuali di riduzione delle emissioni o di riciclo dei materiali). Inoltre, la prospettiva attiene al livello del rispetto dei diritti umani e alla validazione di sistemi di certificazione che favoriscono l'implementazione dei criteri ESG (in particolare, in questo caso, la *governance* si configura termini di responsabilità del *management*), oltre che un'attività inerente alla *due diligence* che attesti livelli di trasparenza delle

[15]R. ARCANO, M. LOSSANI, F. SCINETTI, *op. cit*., 3.

attività, anche di natura estrattiva attestata per il tramite attività di *reporting*.

Si tratta, dunque, di un problema globale complesso nel quale tutti gli attori in campo giocano una partita economica e geopolitica di grande interesse perché involge il tema della regolazione – su vasta scala: globale, sovranazionale statale – che implica un approccio teorico-pratico molto accurato soprattutto per le conseguenze di natura finanziaria che potrà determinare nel prossimo futuro[16].

3. Si diceva poc'anzi che la domanda dell'Unione europea di una pluralità di beni come i metalli comuni, i materiali per batterie, terre rare e altro ancora è stimata in netto aumento anche per effetto della politica di progressivo abbandono dei combustibili fossili in ossequio al passaggio – con una cadenza incrementale ritenuta inevitabile – a sistemi energetici che necessitano di un numero sempre maggiore di minerali.

In questa prospettiva, per realizzare e "governare" la transizione verde e quella tecnologica e, quindi, porre in essere una strategia economico-finanziaria volta a promuovere energia pulita, sarà necessario soddisfare la crescente domanda di materie prime, soprattutto quelle legate alla sicurezza della difesa e aerospaziale e quella legata, come si diceva, agli sviluppi delle tecnologie soprattutto nel campo della mobilità sostenibile[17].

Il *CRMA* si configura, dunque, come uno strumento regolatorio in grado di indirizzare le scelte pubbliche, finanziarie e imprenditoriali verso opzioni che involgono una pluralità di ambiti e interessi che appaiono strategici nella dimensione europea e globale, anche al fine del conseguimento della *leadership* digitale e della neutralità climatica.

[16] «L'Europa è fortemente dipendente dall'esterno per una gamma di soluzioni che vanno dalle materie prime critiche (CRM) alle tecnologie avanzate. Molte di queste dipendenze potrebbero diventare vulnerabilità in una situazione di frammentazione del commercio lungo linee geopolitiche. Circa il 40% delle importazioni europee proviene da un numero ristretto di fornitori, difficilmente sostituibili, e circa la metà di queste importazioni giunge da Paesi con cui l'Europa non è strategicamente allineata»: cfr. c.d rapporto Draghi, 58.

[17] Considerando n. 1, Regolamento (UE) 2024/1252, cit.

Innanzi tutto, occorre sottolineare come il mercato delle materie prime critiche, specialmente quelle per la produzione delle tecnologie avanzate risulta essere di grande interesse sia per l'economia dell'Unione europea, considerata la scarsità delle medesime sia per gli investitori privati che utilizzano questi *asset* per non soltanto per diversificare gli investimenti ma anche per investire nei settori emergenti come le energie rinnovabili e le tecnologie avanzate o di frontiera, tenuto conto che la tendenza delle istituzioni europee è volta ad accelerare il processo della transizione energetica e della digitalizzazione. Valgano come esempi i fondi comuni e gli *Exchange-Traded Funds*, espressamente dedicati agli investimenti legati alla estrazione, raffinazione e distribuzione delle materie prime critiche (su singole materie prime o su un *mix* delle medesime).

Non solo, ma la tendenza dei mercati finanziari è anche rivolta alla speculazione sui prezzi futuri o quale strumento di copertura da eventuali rischi di volatilità dei prezzi come, ad esempio, nel caso delle aziende automobilistiche o dei produttori di batterie. In tal modo, le imprese, in particolare le multinazionali, usano proteggersi contro le fluttuazioni dei prezzi attraverso strategie di *hedging* per garantire stabilità ai costi di approvvigionamento e dare un minimo di prevedibilità dal punto di vista finanziario.

Il tema, inoltre, risulta essere particolarmente significativo anche sul piano geopolitico giacché la concentrazione delle materie prime critiche si trova in Paesi a forte instabilità politica oppure sono strutturati con regimi regolatori non prevedibili o comunque non conformemente rispetto a quanto avviene negli altri contesti ordinamentali come per l'appunto quelli a conformazione regolatoria pura ovvero co-regolatoria ovvero a tipologie di strutturazione istituzionale a carattere centralizzato.

Va da sé che l'incertezza che potrebbe manifestarsi nei contesti critici come, ad esempio, politiche protezionistiche o riduzioni dell'esportazione possano influenzare notevolmente i mercati globali. Non solo, ma il carattere transnazionale della catena del valore delle materie prime critiche, nell'importare conseguenze sul piano geopolitico, può essere foriero di destabilizzazione del mercato interno: si pensi alla

trasformazione delle materie prime critiche che sono importate ed esportate più volte nel mercato interno, e successivamente utilizzate per l'applicazione finale oppure al riciclaggio dei materiali che spesso avviene in luoghi diversi da quelli dell'approvvigionamento ove, verosimilmente, possono essere nuovamente trasformate ed utilizzate.

Questa è la ragione per cui il reg. n. 1252 del 2024 prevede un'azione coordinata da parte degli Stati membri al fine di evitare che sussistano regolazioni divergenti nel mercato, così da evitare perturbazioni del mercato dell'approvvigionamento.

Un elemento emergente dal quadro normativo delineato dal regolamento in parola concerne la differenziazione fra materie prime critiche e materie prime strategiche. Si tratta di una differenziazione giuridica cui è sottesa la politica della Commissione nel settore, tenendo conto delle caratteristiche peculiari e associando, ad esempio, alle materie prime strategiche specifici progetti strategici[18] inerenti all'incentivazione del progresso tecnologico e all'efficienza delle risorse nella direzione della riduzione dei costi di consumo.

La classificazione a fini distintivi fra materie prime critiche e strategiche attiene alle conseguenti azioni, per così dire, amministrative della Commissione la quale svolgerà un'azione di coordinamento e orientamento volto a rendere effettivi gli obiettivi politico-finanziari posti dal reg. n. 1252 del 2024.

Le materie prime strategiche sono quelle che rivestono un'importanza cruciale per la realizzazione degli obiettivi dell'Unione europea con riferimento alle tecnologie strategiche connesse alla transizione verde e digitale ove si evidenzia un divario rilevante fra domanda ed offerta e la cui produzione può essere considerata di lungo periodo considerati i tempi di implementazione delle attività progettuali e scientifiche.

4. Invero, quello delle materie prime strategiche può essere considerato, dal punto di vista giuridico, come una sottospecie delle materie prime critiche come

[18] A. HOOL, C. HELBIG, G. WIERNINK, *op. cit.*, 3.

indicato dall'art. 3 reg. 1252 del 2024[19], alla luce dell'utilizzo delle medesime dal punto di vista economico-produttivo (approvvigionamento) e, dunque, degli effetti che queste possono provocare nel mercato interno in relazione ai cambiamenti economici e tecnologici. Si spiega la ragione per cui l'elenco delle materie prime strategiche sia "gestito" dalla Commissione, che può aggiornare l'elenco delle medesime (ogni tre anni, a partire dal 2027) in virtù dell'acquisita rilevanza strategica, la prevista crescita della domanda e le difficoltà di incrementarne la produzione: un controllo del mercato da parte dell'autorità europea al fine di evitare turbolenze sia del mercato finanziario sia dell'economia produttiva.

Non solo, ma a sottolineare l'importanza e il pericolo derivante dalle eventuali crisi economiche che possono verificarsi per le cause più svariate (finanziaria, sanitaria, bellica, ecc.)– come la storia più recente ha dimostrato – la Commissione ha facoltà, inoltre, di intervenire con atti delegati su tale elenco indipendentemente dal cronogramma indicato dal regolamento, a seguito delle richieste formulate dal comitato europeo per le materie critiche costituito ai sensi del reg. n. 1252 del 2024. Tale comitato, organo di consulenza previsto dagli articoli 35 ss. del *CRMA*, sul piano della *governance* dell'intero "pacchetto materie prime", svolge una funzione, per così dire, di camera di compensazione fra gli Stati membri e la Commissione il cui delegato è previsto che rivesta la funzione di presidente: si tratta di un organismo nel quale gli Stati, ma anche "osservatori" del Parlamento europeo, possono rappresentare le loro istanze in una sede, sebbene consultiva, di particolare importanza dal punto di vista tecnico-politico, considerato che, tra l'altro, alle riunioni di tale organismo possono essere invitate a partecipare anche le imprese (in particolare le PMI), esponenti del mondo accademico, rappresentanti dell'Agenzia europea per l'ambiente, dell'Agenzia europea per le sostanze chimiche e del Servizio europeo per l'azione esterna.

[19] «Le materie prime, incluse le materie prime non trasformate, in qualsiasi fase di trasformazione e quando si presentano come un sottoprodotto di altri processi di estrazione, trasformazione o riciclaggio, elencate nell'allegato I, sezione 1, sono considerate materie prime strategiche». V., sul punto, A. HOOL, C. HELBIG, G. WIERNINK, *op. cit.*, 2.

Il rafforzamento della catena del valore delle materie prime strategiche è previsto dall'art. 5 *CRMA* che stabilisce una serie di parametri di riferimento al fine di garantire che, entro il 2030, le capacità dell'Unione europea per ciascuna materia prima strategica siano aumentate in modo significativo e tale da far sì che, complessivamente, la capacità dell'UE si avvicini, per quanto concerne la capacità estrattiva di minerali di interesse economico, al parametro del 10 per cento del consumo annuo nella misura del possibile considerate le riserve, al 40 per cento per quel che concerne la trasformazione e alla capacità di riciclaggio al 40 per cento annuo. Inoltre, la diversificazione delle importazioni di materie prime strategiche deve garantire che, entro il 2030, il consumo, in ogni fase di trasformazione, possa contare sulle forniture provenienti da più Paesi terzi o territori d'Oltremare e che ciascun paese terzo copra non più del 65 per cento del fabbisogno.

Si perviene, dunque, ad una disciplina molto articolata che fa riferimento al consumo delle materie prime strategiche con l'obiettivo di tenere sotto controllo lo sfruttamento e l'utilizzo delle medesime tenendo conto, come si diceva, della difficoltà di gestione dei beni scarsi.

Del resto, l'attenzione nei confronti di questa tematica risulta particolarmente incisiva nel caso dei cosiddetti progetti strategici che vedono nella Commissione il *dominus* dal punto di vista amministrativo (istruttoria, approvazione, accesso alle informazioni, trasparenza, ecc.) e nella "politica per le materie prime" consistente in fasi di coordinamento dei finanziamenti fra più soggetti (privati, pubblici, sovranazionali – come, ad esempio, la Banca europea per gli investimenti), le procedure di agevolazione di acquisto del prodotto, il rispetto delle norme di cui agli articoli 107 e 108 del TFUEcome peraltro già evidenziato nel *considerando* 73 del *CRMA*, a voler ribadire come l'intervento da parte statale debba sempre essere consentito nell'alveo delle disposizioni inerenti alla tutela del mercato aperto e in libera concorrenza (sovente, nel *CRMA*, si fa riferimento alle imprese di grandi dimensioni che, com'è noto, costituisce uno degli elementi, per dir così, di allerta allorquando la Commissione è chiamata a valutare se una determinata misura è compatibile con il

regime del divieto degli aiuti statali alle imprese). Peraltro, sul tema va rilevato come, per quel che concerne progetti di aiuti pubblici, le norme pertinenti contenute nella disciplina sugli aiuti a favore del clima, dell'ambiente e dell'energia, prevedono le modalità attuative e i criteri di attribuzione delle misure che agevolano gli investimenti strategici per la fabbricazione di batterie, pannelli solari, e della cattura e lo stoccaggio del carbonio per la produzione di componenti fondamentali e per la produzione e il riciclaggio delle materie prime critiche necessarie. A tale proposito gli Stati membri possono, fino al 31 dicembre 2025, approntare regimi semplificati circoscrivendo il supporto economico fino a una data percentuale dei costi di investimento, fino a determinati importi nominali, in base all'ubicazione dell'investimento e le dimensioni del beneficiario; allo stesso tempo, viene incrementata la possibilità di sostegno per le PMI e per le imprese situate in regioni svantaggiate al fine di dare concretezza operativa alla politica di coesione[20]. Parallelamente alla crescente attenzione verso la

[20]«La Commissione considererà compatibili con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del TFUE gli aiuti a favore di progetti di investimento di importanza strategica per la transizione verso un'economia a zero emissioni nette, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni: a. b. c. d. e. gli aiuti sono concessi per incentivare: i. ii. la produzione di dispositivi utili ai fini della transizione verso un'economia a zero emissioni nette, vale a dire batterie, pannelli solari, turbine eoliche, pompe di calore, elettrolizzatori e dispositivi per la cattura e lo stoccaggio del carbonio (*carbon captureusage and storage* o CCUS); oppure la produzione di componenti chiave progettati e utilizzati principalmente come input diretto per la produzione dei dispositivi di cui al punto i); oppure iii. L'estrazione o il recupero delle relative materie prime criti che necessarie per la produzione dei dispositivi e dei com ponenti chiave di cui ai precedenti punti i) e ii)»: cfr. Comunicazione della Commissione, *Quadro temporaneo di crisi e transizione per misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina*, 2023/C 101/03.
Il Piano d'azione per l'economia circolare «cita espressamente la necessità di far sì che gli obiettivi connessi all'economia circolare siano rispecchiati nel contesto della revisione della disciplina in materia di aiuti di Stato a favore dell'ambiente e dell'energia. A tale riguardo il sostegno finanziario sotto forma di aiuti di Stato, abbinato a norme chiare, coerenti e di ampia portata, può svolgere un ruolo fondamentale nel sostenere la circolarità nei processi di produzione, nel quadro di una trasformazione più ampia dell'industria dell'Unione verso la neutralità climatica e la competitività a lungo termine. Esso può inoltre svolgere un ruolo fondamentale nel contribuire a creare un mercato dell'Unione ben funzionante per le materie prime secondarie, che ridurrà la pressione sulle risorse naturali e creerà crescita sostenibile e posti di lavoro»; gli aiuti possono essere concessi a favore di «investimenti volti a migliorare l'uso efficiente delle risorse attraverso uno dei seguenti elementi: i) una riduzione netta delle risorse consumate per ottenere la stessa quantità di produzione; ii) la sostituzione delle materie prime primarie con materie prime secondarie (riutilizzate o riciclate) o recuperate; o iii) la sostituzione delle materie prime di origine fossile con materie prime di origine biologica»: cfr. Comunicazione della Commissione, *Disciplina in materia di aiuti di Stato a favore del clima, dell'ambiente e dell'energia 2022* (2022/C 80/01).

sostenibilità, il discorso sull'utilizzo delle materie prime critiche è diventato sempre più frequentemente oggetto di attenzione da parte degli investitori i quali possono più agevolmente concorrere a *rating* significativi e accedere più facilmente al mercato dei capitali.

5. Gli investimenti ESG sono orami una costante nelle opzioni valutative e nelle dinamiche reputazionali e, in tale contesto, l'uso responsabile delle materie prime critiche costituisce un elemento significativo dal punto di vista finanziario[21]: il rispetto dei diritti umani è, infatti, un fattore del quale le imprese devono tenere conto al fine di evitare che diminuisca la fiducia da parte degli investitori.

Si comprende, dunque, come la portata del rispetto delle clausole ESG costituisca un elemento che si affianca a quello più generale della responsabilità sociale dell'impresa. Da un lato, un apporto volontaristico e, potrebbe dirsi, "finanziariamente interessato", dall'altro, gli obblighi giuridici scaturenti dalla recente approvazione della direttiva sulla *corporate social responsability*[22] aggiungono un ulteriore tassello alla costruzione di un sistema di regole che favorisca sia la tutela dell'ambiente e degli ecosistemi sia la sostenibilità aziendale.

Sotto questo angolo visuale, la transizione verde verso le energie rinnovabili e la prospettiva della mobilità elettrica su larga scala contribuiscono all'aumento della domanda delle materie prime critiche (come, ad esempio, il litio per le batterie e le terre rare per i motori elettriciconsiderate fra le materie prime strategiche, come

[21]E. RUTKOWSKA-SUBOCZ, *EU Critical Rae Material Act – What does it mean for business?*, in *www.danton.com*, 7the December 2023.

[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. «Le catene globali del valore, e in particolare le catene del valore delle materie prime critiche, sono colpite dagli effetti negativi dei rischi di origine naturale o umana. È probabile che in futuro aumentino la frequenza e l'impatto degli *shock* che comportano rischi per le catene del valore critiche. Il settore privato potrebbe svolgere un ruolo importante nella promozione di una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, evitando nel contempo la creazione di squilibri nel mercato interno. Ciò sottolinea l'importanza di rafforzare la resilienza delle società a scenari avversi connessi alle loro catene del valore, tenendo conto delle esternalità nonché dei rischi sociali, ambientali e di *governance*»: considerando 9.

indicato nell'allegato I, reg. 1252 del 2024) contribuendo altresì all'aumento degli investimenti nel settore delle società tecnologiche e minerarie, con l'accento alla sostenibilità delle catene di approvvigionamento. Si scorge, anche in questo caso, la strategia geopolitica dell'Unione europea che prospetta la progressiva riduzione della dipendenza da materie prime critiche in un singolo mercato non europeo fino al 65 per cento, con il chiaro obiettivo di contrastare la presenza cinese nel settore delle terre rare che sono pressoché di provenienza esclusiva e di raffinazione in quel Paese.

Nella prospettiva indicata, non può essere tenuta in disparte la considerazione in base alla quale l'industria finanziaria stia sostenendo l'innovazione tecnologica attraverso cospicui finanziamenti alla ricerca in nuovi materiali e nei metodi di estrazione più efficienti e sostenibili, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza da materie critiche specifiche connesse agli sviluppi dell'economia sopra evidenziati.

È evidente, inoltre, come anche il "pubblico" giuochi un ruolo significativo considerando il sostegno alle imprese che sviluppano sistemi tecnologici in grado di soddisfare le suindicate esigenze di approvvigionamento di materie prime: su questo versante, è noto come la prospettiva del sostegno pubblico sia stata razionalizzata con finalità che seguano l'indirizzo tracciato dall'UE nelle sue strategie di sviluppo economico. Si tratta, invero, di una spia di quella che è stata chiamata attività di programmazione del mercato, con un indirizzo susseguente ai criteri applicativi dell'economia sociale di mercato fortemente competitiva di cui all'art. 3, TUE. Un elemento che richiama il tema della sostenibilità ambientale e sociale, cui il *CRMA* dedica una apposita sezione disciplinare e che costituisce il seguito giuridico dell'indirizzo politico tracciato nella comunicazione della Commissione dell'11 settembre 2021 sui «*Principi dell'UE per le materie prime sostenibili*»[23] fra i quali vanno evidenziati la garanzia della protezione dell'ambiente, la prevenzione e la riduzione al minimo degli impatti socialmente negativi attraverso l'uso di pratiche socialmente

[23]Commissione europea, Direzione generale del Mercato interno, dell'industria, dell'imprenditoria e delle PMI, *Principi dell'UE per le materie prime sostenibili*, Ufficio delle pubblicazioni, 2021, reperibile online al sito: https://data.europa.eu/doi/10.2873/176491.

sostenibili, compresi il rispetto dei diritti umani e dei diritti delle donne, e le pratiche commerciali trasparenti[24], princìpi che, ai fini della realizzazione dei progetti strategici, devono tenere conto altresì di quanto stabilito dalla classificazione predisposta dalle Nazioni unite.

A questo si aggiunga come la direttrice del *CRMA* tracci una linea di continuità con altre iniziative che assumono la sostenibilità fra i suoi criteri cardine. Ma la traccia del percorso europeo volto al conseguimento degli obiettivi di sostenibilità è probabilmente quella che meglio riflette l'ordito complessivo: si tratta della possibilità di attingere a diverse fonti di finanziamento al fine di rendere la catena del valore rafforzata nel quadro della salvaguardia del mercato interno, con grandi opportunità per il settore privato e, in generale, per gli *stakeholder*. Il riferimento è ai diversi fondi europei come quello che sostiene la politica di coesione che consente alle PMI di sviluppare progetti innovativi legati alla riduzione del consumo di energia nel processo di trasformazione delle materie prime[25].

Inoltre, viene in evidenza il *Just Transition* che può essere utilmente attivato per il sostegno di tali iniziative nella prospettiva della riduzione dei costi sociali ed economici della transizione verde[26] e il dispositivo per la ripresa e la resilienza che contiene un capitolo dedicato alla sicurezza energetica e alla diversificazione dell'approvvigionamento energetico che può essere fatto valere per sostenere iniziative di recupero e di riciclaggio delle materie prime (*REPowerEU*)[27].

Non solo, ma la linea di continuità relativamente al sostegno delle politiche per le materie prime, a conferma dell'importanza strategica ad essa attribuita, benché istituito antecedentemente all'assunzione della programmazione per le materie prime,

[24] Considerando 17, Regolamento (UE) 2024/1252, cit.
[25] Regolamento (UE) 2021/1058 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 giugno 2021 relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale e al Fondo di coesione.
[26] Regolamento (UE) 2021/1056 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 giugno 2021 che istituisce il Fondo per una transizione giusta.
[27] Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza.

include l'istituzione del fondo per l'innovazione istituito dalla direttiva n. 87 del 2003[28] il cui obiettivo è quello di orientare il finanziamento pubblico verso tecnologie pulite e innovative, utilizzabile per il supporto delle attività economiche che prevedono lo sviluppo della capacità di riciclaggio delle materie prime connesse alle tecnologie a basse emissioni di carbonio. Su questo versante il programma *InvestEU*che, com'è noto, sostiene la transizione digitale e verde, costituisce un altro tassello del mosaico per quel che concerne le misure proattive per l'economia con interventi finanziari e di assistenza tecnica con l'obiettivo di attrarre capitali pubblici e privati.In questo quadro si innestano sinergie positive con riferimento all'aspetto collaborativo fra istituzioni e *partner* operativi al fine di realizzare gli obiettivi stabiliti dal regolamento n. 523 del 2021[29] e dallo stesso *CRMA*. Dal ultimo, il fondo europeo per lo sviluppo sostenibile *Plus*, istituito dal regolamento (UE) 947 del 2021,[30] è l'altro strumento che può contribuire a rafforzare la strategia di penetrazione nel mercato delle materie prime attraverso una serie di interventi dedicati. Altro aspetto legato al tema della sostenibilità – cui sono connesse significative conseguenze sul piano finanziario e del *rating* – è quello delle certificazioni. Il problema assume grande rilievo per quel che concerne la certificazione della catena del valore e dell'approvvigionamento delle materie prime che non sempre è omogenea, nel senso che può assumere una portata più o meno rigorosa fra sistemi di certificazione che talvolta può ingenerare confusione e incertezza sul piano della veridicità e sulla natura delle medesime.

Per tale ragione, il *CRMA* centralizza in capo alla Commissione – per il tramite di atti di esecuzione – il compito di riconoscere l'affidabilità dei sistemi di certificazione

[28]Direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 ottobre 2003 che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità e che modifica la direttiva 96/61/CE del Consiglio.

[29]Art. 8, e disposizioni di cui all'allegato III, Regolamento (UE) 2021/523 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 marzo 2021 che istituisce il programma InvestEU e che modifica il regolamento (UE) 2015/1017.

[30]Regolamento (UE) 2021/947 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 giugno 2021, che istituisce lo strumento di vicinato, cooperazione allo sviluppo e cooperazione internazionale — Europa globale, che modifica e abroga la decisione n. 466/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio e abroga il regolamento (UE) 2017/1601 del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE, Euratom) n. 480/2009 del Consiglio.

fornendo alle autorità competenti e ai partecipanti al mercato una base comune per la valutazione della sostenibilità delle materie prime critiche. In linea di principio, la certificazione "affidabile" dovrebbe essere quella affidata a soggetti terzi indipendenti. Per quel che concerne la tutela ambientale, la certificazione dovrebbe coprire i rischi connessi all'aria, all'acqua, al suolo, alla biodiversità e alla gestione dei rifiuti. A tale riguardo, ai fini del riconoscimento della affidabilità dei sistemi di certificazione, la Commissione può avvalersi dell'esperienza acquisita alla luce degli strumenti contenuti nei regolamenti (UE) 2017/82[31] e (UE) 2023/1542 del Parlamento europeo e del Consiglio[32] che forniscono un solido quadro di riferimento per garantire l'efficacia e la trasparenza dei processi certificativi in ambito europeo.

Giovanni Luchena

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro

[31]Regolamento (UE) 2017/821 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che stabilisce obblighi in materia di dovere di diligenza nella catena di approvvigionamento per gli importatori dell'Unione di stagno, tantalio e tungsteno, dei loro minerali, e di oro, originari di zone di conflitto o ad alto rischio

[32]Regolamento (UE) 2023/1542 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 luglio 2023 relativo alle batterie e ai rifiuti di batterie, che modifica la direttiva 2008/98/CE e il regolamento (UE) 2019/1020 e abroga la direttiva 2006/66/CE. «In linea con la comunicazione della Commissione del 5 maggio 2021 dal titolo «Aggiornamento della nuova strategia industriale 2020: costruire un mercato unico più forte per la ripresa dell'Europa», l'Unione deve rafforzare la propria autonomia strategica e aumentare la propria resilienza nell'eventualità di interruzioni dell'approvvigiona mento dovute a crisi sanitarie o di altro tipo. Il miglioramento della circolarità e dell'efficienza delle risorse, con un aumento del riciclaggio e del recupero di queste materie prime, contribuirà al raggiungimento di tale obiettivo»: considerando 29. «Un maggiore uso di materie prime di recupero sosterrebbe lo sviluppo dell'economia circolare e consentirebbe un uso delle materie prime più efficiente sotto il profilo delle risorse, riducendo allo stesso tempo la dipendenza dell'Unione dalle materie prime provenienti da paesi terzi. Nel caso delle batterie ciò vale in particolare per il cobalto, il piombo, il litio e il nichel. È necessario pertanto promuovere il recupero di tali materiali dai rifiuti stabilendo un requisito relativo al livello di contenuto riciclato delle batterie che usano cobalto, piombo, litio e nichel nei materiali attivi. Il presente regolamento dovrebbe pertanto stabilire obiettivi obbligatori per il contenuto riciclato di cobalto, piombo, litio e nichel che dovrebbero essere raggiunti entro il 2031. Per cobalto, litio e nichel dovrebbero essere fissati obiettivi più elevati entro il 2036»: considerando 30.

LA REGOLAZIONE EUROPEA E ITALIANA DEL *CROWDFUNDING.* UN POSSIBILE "MODELLO" DI REGOLAZIONE PER GLI STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA? *

(European and Italian regulation of crowdfunding. A possible regulatory "model" for alternative finance instruments?)

ABSTRACT: *L'innovazione tecnologica della finanza presenta caratteristiche di rapidità e mutevolezza che spesso non si conciliano con le normali esigenze di regolazione delle dinamiche economiche, finendo talora per collocarsi in ambiti di sostanziale vuoto normativo e ponendo il problema delle caratteristiche delle regole da adottare per ovviare a queste carenze. Processi che hanno riguardato anche il fenomeno del crowdfunding, per il quale è prevalsa la tesi di elaborare una disciplina specifica, in ragione dell'obiettivo di favorirne la prestazione transfrontaliera, individuare meccanismi di tutela degli investitori, definire procedure di autorizzazione, obblighi e requisiti omogenei per i fornitori dei servizi di crowdfunding in tutta l'U.E. Ed è proprio con riferimento a queste caratteristiche della disciplina vigente che il presente scritto indaga la possibilità di utilizzare l'architettura normativa, adottata dal regolamento europeo 1503/2020 e dalla sua attuazione negli ordinamenti nazionali, come possibile modello regolamentare per altre attività caratterizzate da alto tasso di innovazione nell'ambito dei mercati finanziari.*

Technological innovation in finance presents characteristics of rapidity and changeability that often do not reconcile with the normal requirements of economic dynamics, regulation, sometimes ending up in areas of substantial regulatory vacuum and posing the problem of the characteristics of the rules to be adopted to remedy these shortcomings. Processes that have also concerned the phenomenon of crowdfunding,

* Contributo approvato dai revisori.

for which the thesis of elaborating a specific discipline has prevailed, due to the objective of favoring its cross-border provision, identifying mechanisms of investor protection, and defining homogeneous authorization procedures, obligations and requirements for crowdfunding service providers throughout the E.U. And it is precisely with reference to these features of the current regulation that this paper investigates the possibility of using the regulatory architecture, adopted by the European Regulation 1503/2020 and its implementation in national legal systems, as a possible regulatory model for other activities characterized by a high rate of innovation in the field of financial markets.

SOMMARIO: 1. Premessa. Esigenze di regolazione degli strumenti di finanza alternativa: la disciplina del crowdfunding; 2. Criticità applicative: gli strumenti di tutela degli investitor; 3. L'impatto applicativo della normativa secondaria italiana: i meccanismi di cooperazione tra Banca d'Italia e Consob; 4. Osservazioni conclusive. Criticità applicative della disciplina sul crowdfunding e esigenze di regolazione delle attività finanziarie innovative.

1. Il fenomeno dell'innovazione tecnologica della finanza presenta caratteristiche di rapidità e mutevolezza che sovente si rivelano inconciliabili con le normali esigenze di regolazione delle dinamiche economiche, finendo talora per collocarsi in ambiti di sostanziale vuoto normativo. Situazione che si traduce, altrettanto spesso, nel tentativo di disciplinare in dettaglio le attività (e gli operatori) innovativi rischiando di incappare in evidenti esiti di eterogenesi dei fini, "ingessando" normativamente alcune fattispecie e tralasciandone del tutto altre, seppure rilevanti.

Tanto, probabilmente, sta accadendo anche con riferimento al *crowdfunding*, la cui struttura di base si sostanzia in una proposta di iniziativa economica da realizzare attraverso una richiesta di finanziamento a un pubblico indistinto di potenziali investitori, i quali assumono contezza del progetto attraverso un portale in rete (c.d. *piattaforma*), ove solitamente è possibile scegliere tra più progetti da sostenere finanziariamente, realizzando così la diffusione dell'iniziativa tra un numero

potenzialmente molto ampio di investitori. Uno schema operativo che punta a soddisfare diverse esigenze, perlopiù connesse alle logiche che orientano l'azione del titolare di un progetto economico[1].

Come avviene per le numerose articolazioni del *FinTech*, anche con riferimento al *crowdfunding* si è posto il problema di procedere a forme di regolazione, avviando così un dibattitto – sulle connotazioni e sul livello di incisività delle stesse – tra coloro che ritenevano necessaria una normativa *ad hoc* e quanti, invece, proponevano di mutuare le norme da altri contesti "adattandole" al nuovo fenomeno economico. Tra i due orientamenti, è prevalsa la tesi di elaborare una disciplina concepita in base alle specificità proprie di tale meccanismo di finanza alternativa, in ragione dell'obiettivo di favorirne la prestazione transfrontaliera, individuare meccanismi di tutela degli investitori, definire procedure di autorizzazione, obblighi e requisiti omogenei per i fornitori dei servizi di *crowdfunding* in tutta l'U.E.

Sul punto, infatti, la Commissione europea aveva evidenziato che le divergenze esistenti in materia tra le normative nazionali pregiudicavano la prestazione transfrontaliera di servizi di *crowdfunding*, finendo così per incidere negativamente anche sul funzionamento dei mercati interni. Al contempo, gli investitori risultavano disincentivati dall'operare al di fuori dei confini nazionali a causa della scarsa fiducia nei confronti delle piattaforme e della frammentazione dei regimi nazionali in termini di scarsa tutela dei diritti riconosciuti, di mezzi di ricorso e di mancanza di trasparenza su prezzi e costi degli investimenti.

[1] In generale, sul *crowdfunding* v., *ex multis*, E. MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the "level playing field"*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on european crowdfunding service providers for business: A Commentary*, Cheltenham, 2022, p. 54; ID., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *European business law review*, 2021, p. 588; ID., *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di* crowdfunding *alle imprese: un nuovo* gatekeeper*?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento al n. 3, 2023, p. 99; C. LA MURA, *Guida completa al* crowdfunding, Rimini, 2021, p. 9 ss.; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il* crowdfunding, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretta da), *Start up e p.m.i. innovative*, Dottrina Casi Sistemi, Bologna, 2020, p. 867 ss.; R. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie digitali per il finanziamento delle imprese: il* crowdfunding, in M.-T. PARACAMPO, (a cura di) *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, vol. 2, 2019, p. 141 ss.

Posizioni che si sono sintetizzate nell'adozione del regolamento europeo n. 1503 del 7 ottobre 2020 (*European Crowdfunding Service Providers for business Regulation*, in seguito anche "regolamento" o "ECSPR") che è intervenuto in un settore fortemente "disorientato" dal punto di vista regolatorio, con la finalità di promuovere i servizi transfrontalieri di *crowdfunding*, eliminando gli impedimenti al corretto funzionamento del mercato interno attraverso l'omologazione di norme e condizioni in tutto il contesto europeo, in conformità al principio di proporzionalità.

Per raggiungere questi obiettivi, le istituzioni U.E hanno optato per lo strumento normativo del regolamento, in quanto idoneo ad assicurare il massimo livello di armonizzazione, limitando la discrezionalità – e quindi l'incidenza dell'azione – dei singoli Stati in termini di attuazione.

Ciononostante, ai fini della fase di concreta applicazione dell'ECSPR nei singoli contesti nazionali, si è reso necessario attribuire un ruolo attivo agli Stati membri, per adattare in modo più efficace la normativa unionale al variegato tessuto regolamentare esistente. Si è trattato, per vero, di interventi circoscritti ad ambiti ben precisi e finalizzati, in sostanza, al coordinamento delle norme europee con le vigenti discipline domestiche, all'individuazione delle autorità nazionali competenti, all'introduzione di disposizioni relative ai poteri di tali autorità e alle sanzioni amministrative, dei soggetti responsabili per le informazioni contenute nella scheda informativa sull'investimento (*Key investment information sheet*, KIIS) e, infine, alla definizione delle disposizioni legislative e regolamentari nazionali applicabili alle comunicazioni di *marketing* dei fornitori di servizi di *crowdfunding*[2].

Il perimetro di azione dell'intervento statale, pur risultando centrale nell'implementazione applicativa delle norme europee, doveva considerarsi circoscritto a tali ambiti, stante il divieto di imporre obblighi aggiuntivi nella materia

[2] Sul punto, v. CONSOB, *Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di* crowdfunding *alle imprese. Documento di consultazione*, in *www.consob.it*, 2023, p. 6; SENATO DELLA REPUBBLICA, *Atto del Governo sottoposto a parere parlamentare. Schema di decreto legislativo recante attuazione del regolamento UE 2020/1503, relativo ai fornitori di servizi di* crowdfunding *per le imprese, e che modifica il regolamento UE 2017/1129 e la direttiva UE 2019/1937. Relazione AIR*, in *www.senato.it*, 2022, p. 5.

disciplinata dal regolamento.

Si tratta, per vero, di una scelta che, in ragione della maggiore complessità di interazione soggettiva tra le istituzioni, ha richiesto la creazione di un'articolata rete di cooperazione tra i numerosi soggetti preposti all'esercizio dell'attività di vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding*. Talché si è creato un sistema multilivello dettato dalla dinamica tra norme europee e nazionali che finisce per rendere non sempre agevole l'individuazione del dato normativo applicabile soprattutto per le componenti soggettive meno dotate di adeguate conoscenze e informazioni.

In particolare, va evidenziato il peculiare ruolo assunto dagli investitori che, in quanto attivamente coinvolti nel processo realizzativo di un progetto, diventano al contempo imprenditori e sottoscrittori, potendo anche effettuare proposte nell'ambito del processo realizzativo[3]. Categoria che, inoltre, è costituita essenzialmente da persone fisiche, tra cui figurano anche individui che non hanno un elevato patrimonio[4], ma che ora sono ammessi in ambiti di affari da cui in precedenza erano esclusi in quanto riservati ai soli sottoscrittori sofisticati[5].

2. Tanto premesso, è opportuno pertanto soffermarsi, seppure in sintesi, sugli strumenti di tutela degli investitori previsti dalla disciplina vigente[6]. Va detto, anzitutto, che il processo di uniformazione a livello europeo della disciplina sul *crowdfunding* non ha riguardato la sola definizione della figura dello *european crowdfunding service provider*, ma ha perseguito, al contempo, l'obiettivo di garantire un'adeguata tutela

[3] R. CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppi digitali ed evoluzioni regolatorie*, Padova, 2020, p. 37 ss.; G. ARNONE, *L'*equity-based crowdfunding*: nuova frontiera del finanziamento alternativo per le* start-up *innovative*, in *Diritto per il Futuro*, 2020, p. 2 s.
[4] *Considerando* 10 del regolamento UE 2020/1503.
[5] R. CARATOZZOLO, *La finanza innovativa*, cit., p. 38.
[6] Su cui v., tra gli altri, E. MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR*, cit. G. BERTI DE MARINIS, *La tutela dell'investitore nelle operazioni di* crowdfunding, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento al n. 3, 2023, p. 205 s.; J. DE SMET, V. COLAERT, *Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulations of the ability to bear loss (Art. 21 and annex II)*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., p. 284; M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2024, p. 174.

degli investitori, operando una distinzione tra investitori sofisticati e non sofisticati[7], ossia una classificazione in base al grado di consapevolezza dei rischi connessi all'investimento sui mercati dei capitali e al possesso di risorse adeguate ad assumere tali rischi senza esporsi a eccessive conseguenze finanziarie. Siffatta tassonomia risulta necessaria per la definizione di differenti meccanismi di tutela per ciascuna delle categorie previste[8].

Prima di consentire l'accesso ai progetti presentati sulla piattaforma, i fornitori devono valutare, anzitutto, se i servizi da loro offerti siano appropriati ai potenziali investitori non sofisticati, attraverso la somministrazione di un *test* d'ingresso di verifica delle conoscenze[9]. Naturalmente, si tratta di uno strumento dedicato esclusivamente a siffatta categoria di sottoscrittori, in quanto si presuppone che gli investitori sofisticati siano, per definizione, consapevoli dei rischi associati agli investimenti in progetti di *crowdfunding*, motivo per cui non è necessario sottoporli al *test*, né imporre ai fornitori di inviargli avvertenze sui rischi[10].

Per effettuare il *test*, i fornitori acquisiscono dagli investitori non professionali informazioni concernenti l'esperienza e gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma, oltre che le pregresse esperienze professionali in materia di investimenti di *crowdfunding*. Una volta ottenute le informazioni i gestori possono procedere alla verifica dell'idoneità del progetto in relazione a ogni singolo cliente[11].

Nel caso in cui i potenziali investitori non sofisticati omettano di fornire le informazioni richieste o qualora i fornitori ritengano, sulla base delle informazioni

[7] Per qualificare un soggetto come investitore professionale occorre soddisfare i criteri di identificazione posti dall'allegato II del regolamento UE 2020/1503.
[8] Lo stesso regolamento (*considerando* 42) dispone che la distinzione tra investitori sofisticati e non dovrebbe fondarsi su quella disposta tra il cliente professionale e al dettaglio di cui alla direttiva UE n. 65 del 15 maggio 2014.
[9] Cfr. *Considerando* 1 del regolamento delegato UE n. 2114 del 13 luglio 2022 e art. 21, par. 1, del regolamento UE 2020/1503.
[10] Così, *Considerando* 44 del regolamento UE 2020/1503.
[11] Così l'art. 21, par. 2, del regolamento UE 2020/1503.

ricevute, che gli investitori non possiedano sufficienti conoscenze, competenze o esperienza, informano gli interessati che i servizi offerti sulla piattaforma potrebbero essere inappropriati e indirizzano loro una segnalazione di rischio, che deve recare la dicitura: «un investimento in un progetto di *crowdfunding* comporta il rischio di perdita della totalità del denaro investito»[12], sancendo così l'inadeguatezza dell'investimento per il soggetto interessato.

I fornitori, quindi, hanno l'obbligo di effettuare il *test* e di comunicarne il risultato[13], mentre gli investitori devono solo riconoscere espressamente di avere ricevuto e compreso la segnalazione[14]. Tuttavia, qualora dal test si evinca l'inadeguatezza dell'investimento, non è preclusa comunque all'investitore la possibilità di parteciparvi[15].

Oltre al *test* d'ingresso di verifica delle conoscenze, vi sono ulteriori strumenti di tutela per gli investitori non sofisticati, quali la simulazione circa la capacità di sostenere le perdite, il periodo di riflessione precontrattuale e, infine, un limite all'investimento individuale, oltre il quale il cliente deve ricevere un'avvertenza e fornire un consenso esplicito al gestore, dimostrando così di aver compreso appieno i rischi dell'investimento.

Quanto alla simulazione della capacità di sostenere le perdite, i fornitori chiedono ai potenziali investitori non sofisticati di calcolarla in misura pari al 10% del loro patrimonio netto. La valutazione deve essere condotta attraverso uno strumento di calcolo fornito dai gestori sul sito *web*[16], che deve mostrare il risultato della

[12] V. gli artt. 21, par. 4, del regolamento UE 2020/1503 e 4, par. 2, del regolamento delegato UE 2022/2114. In dottrina, J. DE SMET, V. COLAERT, *Between investor protection*, cit., p. 289; G. BERTI DE MARINIS, *La tutela dell'investitore*, cit., p. 216; M. DE MARI, *Diritto delle imprese*, cit., p. 177.
[13] Cfr. art. 4, par. 3 e 4, del regolamento delegato UE 2022/2114 e art. 21, par. 3, del regolamento UE 2020/1503.
[14] Art. 21, par. 4, del regolamento UE 2020/1503.
[15] S. CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di* crowdfunding*: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2021, 3, p. 525; D. VALIANTE, *Il* crowdfunding *e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, 4, p. 967; M. DE MARI, *Diritto delle imprese*, cit., p. 178; G. BERTI DE MARINIS, *La tutela dell'investitore*, cit., p. 216.
[16] Ai sensi dell'art. 6 del regolamento delegato UE 2022/2114, il fornitore può consentire ai potenziali investitori non sofisticati di effettuare la relativa simulazione anche avvalendosi di un metodo diverso

simulazione in modo chiaro e comprensibile per i potenziali investitori non sofisticati[17]. Una volta effettuata la simulazione, il risultato deve essere reso noto ai fornitori[18] e la valutazione va ripetuta ogni anno, a decorrere da quella iniziale[19].

Quanto al limite individuale dell'investimento, prima che un investitore non professionale accetti una singola offerta di *crowdfunding* – che comporti un esborso superiore all'importo più elevato tra mille euro o il 5% del patrimonio netto – deve ricevere un'avvertenza sui rischi, fornire il consenso al fornitore e dimostrargli la propria consapevolezza circa l'investimento[20].

La tutela degli investitori non sofisticati è rafforzata, altresì, dalla previsione di un periodo di riflessione precontrattuale durante il quale essi possono revocare, in qualsiasi momento, l'offerta di investimento o la manifestazione di interesse per una specifica offerta di *crowdfunding*, senza fornire motivazione alcuna o incorrere in penali[21]. Questo periodo decorre dal momento in cui l'investitore effettua l'offerta o la manifestazione di interesse e scade dopo quattro giorni[22]. Spetta, dunque, al fornitore garantire che, prima della scadenza del periodo di riflessione, nessuna somma venga prelevata dall'investitore né sia trasferita al titolare del progetto[23]. Il fornitore, inoltre, deve comunicare ai potenziali investitori informazioni accurate, chiare e tempestive in merito al periodo di riflessione e alle modalità di revoca di un'offerta di investimento o di una manifestazione di interesse[24], da collocare in una

dallo strumento di calcolo *online*, purché i primi diano informazioni adeguate circa il metodo da utilizzare.

[17] Art. 5, par. 1 e 4, del regolamento delegato UE 2022/2114.

[18] Art. 12 del regolamento delegato UE 2022/2114.

[19] Art. 21, par. 6, del regolamento UE 2020/1503.

[20] Art. 21, par. 7, del regolamento UE 2020/1503. in argomento, v. J. DE SMET, V. COLAERT, *Between investor protection*, cit., p. 294 ss.; E. MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea cit.*, p. 99; ID., *The crowdfunding Market in Europe and Challenges and Opportunities Ahead: the European Crowdfunding Services Providers Regulation, Coronavirus Pandemic, Brexit and Sustainability*, in *Bocconi legal papers*, 2021, 16, p. 39; M. DE MARI, *Diritto delle imprese*, cit., p. 178.

[21] Cfr. art. 22, par. 2, del regolamento UE 2020/1503. Si v. K. SERDARIS, *Withdrawal rights in crowdfunding transactions: the precontractual reflection period (Art. 22)*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., p. 306 s.; G. BERTI DE MARINIS, *La tutela dell'investitore*, cit., p. 218.

[22] Art. 22, par. 2 e 3, del regolamento UE 2020/1503.

[23] *Considerando* 47 del regolamento UE 2020/1503.

[24] Cfr. art. 22, par. 6, del regolamento UE 2020/1503.

posizione ben visibile su ogni supporto utilizzato e pagina *web* dove è presentata l'offerta[25].

Ancora, una ulteriore forma di protezione degli investitori, siano essi sofisticati o meno, è rappresentata dalla sopra richiamata KIIS, ossia un documento nel quale sono riportate le caratteristiche specifiche del progetto[26]. L'allegato I del regolamento UE 2020/1503 definisce il contenuto della KIIS stabilendo, in particolare, che deve ricomprendere: le informazioni relative al progetto di *crowdfunding* e ai suoi titolari; le caratteristiche principali del progetto e, a seconda dei casi, le condizioni per la raccolta di capitale o l'assunzione di prestiti; i fattori di rischio; le informazioni concernenti l'offerta di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*; le informazioni sulla società veicolo; i diritti degli investitori; le informazioni in merito a prestiti; gli oneri, le informazioni e i mezzi di ricorso; le informazioni sulla gestione individuale di portafogli di prestiti che devono essere fornite dai gestori di servizi di *crowdfunding*.

Il documento deve contenere anche una segnalazione di rischio attestante la possibilità di perdita parziale o totale del denaro investito, l'assenza di sistemi di indennizzo in conformità della direttiva CE n. 9 del 3 marzo 1997 e l'impossibilità di vendere gli strumenti di investimento. Va inserita, inoltre, una clausola di esclusione della responsabilità in cui si dichiari espressamente che l'offerta di *crowdfunding* non è verificata né approvata dall'autorità competente e dall'ESMA.

Con riferimento alle modalità di presentazione, la KIIS deve essere fornita su un supporto autonomo e durevole, essere chiaramente distinguibile dalle comunicazioni di *marketing* ed essere corretta, chiara e non fuorviante.

I compiti attribuiti al fornitore e al titolare del progetto sono differenziati a seconda che si tratti della scheda redatta per la singola offerta di *crowdfunding* o di

[25] Art. 19, par. 3, del regolamento UE 2020/1503.
[26] Sulla quale v., tra gli altri, E. MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea*, cit., p. 100; U. PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul* crowdfunding, in *Il Nuovo diritto delle società*, 2021, 3, p. 445 s.; K. WENZLAFF, A. ODOROVIĆ, T. RIETHMÜLLER, P. WAMBOLD, *On the merits of the key investment information on sheet in the ECSPR (Art. 23-24 and Annex I)* in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., p. 315; G. BERTI DE MARINIS, *La tutela dell'investitore*, cit., p. 211.

quella a livello di piattaforma. In particolare, spetta al titolare del progetto provvedere alla redazione della KIIS per la singola offerta di *crowdfunding*, mentre sul gestore grava l'obbligo di fornire la scheda di piattaforma, anche nel caso in cui prestino il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti (art. 23, par. 2, del regolamento UE 2020/1503)[27].

Il fornitore, infine, ha obblighi in materia di controllo delle informazioni essendo tenuto ad attuare e applicare procedure adeguate a verificarne la completezza, la correttezza e la chiarezza. In particolare, qualora individui omissioni, errori o imprecisioni nella KIIS che potrebbero avere ripercussioni significative sul rendimento atteso dell'investimento deve immediatamente segnalarli al titolare del progetto, il quale provvede tempestivamente a completare o correggere le informazioni[28]. Nel caso in cui si riscontri un'omissione, un errore o un'imprecisione nella KIIS a livello di piattaforma che potrebbe avere un impatto rilevante sul rendimento atteso della gestione individuale di portafogli di prestiti, è il fornitore che deve provvedere personalmente alla rettifica[29].

3. Dovendo procedere in maniera sincopata, date le esigenze di sintesi del presente lavoro, appare chiaro come sulla fase applicativa impattino sensibilmente sia l'intervento delle autorità nazionali competenti, sia – per quanto riguarda l'opzione italiana – le esigenze di coordinamento tra le medesime.

Sul primo punto, ci si limita soltanto a rimarcare che le norme di dettaglio adottate dalle autorità italiane, al fine di completare l'adeguamento alla disciplina europea sui servizi di *crowdfunding*, hanno risentito inevitabilmente delle osservazioni pervenute dagli *stakeholder* in sede di consultazione con la conseguenza che sono state introdotte previsioni probabilmente più conformi, in alcuni casi, a esigenze specifiche

[27] Cfr. art. 24, par. 1, del regolamento UE 2020/1503.
[28] Cfr. art. 23, par. 6, 11, 12 e 24, del regolamento UE 2020/1503.
[29] Art. 23 par. 2 e 8, del regolamento UE 2020/1503.

degli operatori economici nazionali, piuttosto che allo spirito e alla *ratio* propri delle norme europee.

Quanto al secondo aspetto, la scelta di individuare due autorità – Banca d'Italia e Consob, con la seconda quale punto di contatto unico – ha richiesto necessariamente un'ampia cooperazione tra le stesse, disciplinata a livello generale dall'art. 31, par. 1, del regolamento UE 2020/1503, secondo il quale le autorità nazionali competenti devono cooperare tra loro ai fini previsti dall'ECSPR[30].

Esse sono tenute, dunque, a scambiarsi informazioni, senza indebiti ritardi, e a cooperare nello svolgimento di attività di indagine, vigilanza e contrasto delle violazioni, il tutto al fine di rilevare e correggere le violazioni del regolamento europeo, sviluppare e promuovere le migliori pratiche, agevolare la collaborazione, assicurare la coerenza dell'interpretazione e provvedere a valutazioni tra giurisdizioni in caso di disaccordo[31].

I meccanismi di cooperazione nell'ambito del sistema di vigilanza relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* non riguardano esclusivamente le autorità nazionali competenti, ma si estendono anche all'interazione con l'ESMA alla quale devono fornire tempestivamente le informazioni necessarie per consentirle l'espletamento dei suoi compiti[32].

In Italia, come si accennava, la duplice designazione delle autorità competenti ha imposto di fatto alcune specificità nel sistema di cooperazione tra le autorità nazionali e l'ESMA. Sul punto, la Consob, in qualità di punto di contatto unico, ha l'obbligo di trasmettere alla Banca d'Italia le richieste di cooperazione o di scambio di informazioni ricevute da autorità di altri Stati membri o dall'ESMA[33], anche

[30] N. DE ARRIBA-SELLIER, *From cooperation to coercion: the relationships between competent authorities under articles 31, 34 and 37 ECSPR (Art. 31, 34, 37)*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., p. 393 ss.
[31] Art. 31, par. 6, del regolamento UE 2020/1503.
[32] Così l'art. 32, par. 1, 2 e 3, del regolamento UE 2020/1503. Si v. G. PALA, M. LAMANDINI, R. D'AMBROSIO, *ESMA and NCAs: cooperation in supervision (Art. 32)* in E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., p. 410 ss.
[33] Scambio regolato ai sensi degli artt. 31 e 32 del regolamento UE 2020/1503; si v. Punto 4.6. del Protocollo di intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding*.

informandola di richieste con carattere di urgenza[34]. Alla Banca d'Italia, invece, il Protocollo di intesa assegna il compito di trasmettere tempestivamente alla Consob le informazioni rilevanti ai fini del corretto espletamento delle attività connesse alla cooperazione con le autorità di altri Stati membri e con l'ESMA, ovvero di comunicare il rifiuto di procedere alla richiesta di cooperazione e di scambio di informazioni, comunicandone i motivi, secondo le modalità e nel rispetto dei termini previsti dai richiamati regolamenti di esecuzione. Inoltre, la Banca d'Italia trasmette alla Consob le richieste di cooperazione o di scambio di informazioni da trasmettere alle autorità di altri Stati membri o all'ESMA[35].

4. Nel quadro, seppure parziale e discontinuo, appena delineato, il susseguirsi e il sovrapporsi di una considerevole mole di fonti europee e nazionali (primarie, secondarie e di *soft law*) ha delineato un *corpus* regolatorio complesso e articolato che presenta alcuni profili di criticità, sia in punto di tutela delle posizioni soggettive coinvolte, sia per quanto concerne le esigenze fattuali di inquadramento normativo dei fenomeni economici rientranti nella categoria del *FinTech*, fermi restando, ovviamente, gli indubbi aspetti positivi legati, in primo luogo, al consolidamento di una disciplina europea armonizzata.

Ebbene, un'analisi dell'attuale architettura normativa del *crowdfunding* a livello europeo e italiano consente di evidenziarne alcuni punti di fragilità con riferimento: all'anomalia rappresentata dal fatto che lo strumento del regolamento[36], pur essendo direttamente applicabile negli ordinamenti statali, ha comunque reso necessaria un'opera di "adattamento" a livello nazionale al fine di consentire ai soggetti già

[34] Ai sensi dell'art. 2, co. 3, del regolamento di esecuzione UE 2121/2022 e 2122/2022.
[35] Punto 4.7. del Protocollo, cit.
[36] La diretta applicabilità dei regolamenti è stata ribadita anche a livello giurisprudenziale, dalla Corte di giustizia la quale ha affermato che «la diretta applicabilità di un regolamento implica che la sua entrata in vigore e la sua applicazione in favore o a carico dei soggetti giuridici si realizzino senza alcun provvedimento di ricezione nel diritto nazionale, salvo che il regolamento di cui trattasi lasci agli Stati membri il compito di adottare essi stessi i provvedimenti legislativi, regolamentari, amministrativi e finanziari necessari affinché le disposizioni del regolamento stesso possano essere effettivamente applicate» (cfr. Corte di giustizia dell'U.E., 14 giugno 2012, n. C-606/10, par. 72).

operanti, ai sensi della previgente disciplina, di continuare a svolgere l'attività; ai gravosi costi di *compliance* per i fornitori di servizi di *crowdfunding* che intendono agire sotto l'egida della normativa europea; infine, ma non da ultimo, alle esigenze di tutela degli investitori che, specie in ambito nazionale, devono confrontarsi con una regolazione considerevolmente stratificata, in termini di interventi legislativi, modifiche ai testi unici e ulteriore normativa secondaria, con conseguenti problematiche applicative ed ermeneutiche.

A complicare ulteriormente il quadro, ove possibile, si conferma (soprattutto negli interventi delle autorità di vigilanza) la tendenza verso la "bancarizzazione" e la "finanziarizzazione" delle norme relative alle attività innovative (si pensi, ad esempio, al caso delle cripto-attività). Ed è proprio questo aspetto che suscita maggiori perplessità in quanto rischia di porre la disciplina europea (e, di conseguenza, quella italiana) in controtendenza rispetto all'esigenza di assorbire in un perimetro regolamentare condiviso un novero ampio di attività e soggetti concernenti l'ambito della finanza alternativa e del *FinTech* in generale. Il rischio, infatti, potrebbe essere quello di ostacolare l'accesso alla regolazione comune a società neocostituite, a *start-up* innovative e ad operatori di piccole-medie dimensioni che, con buona probabilità, non sarebbero in grado di sostenere l'impatto di questa "assimilazione" agli intermediari tradizionali, in termini organizzativi e di *compliance*.

In conclusione, appare evidente come un approccio di ipertrofia regolamentare e di eccessiva stratificazione di norme a livelli diversi conduca a sovrapposizioni e a criticità ermeneutiche che si traducono anche (e soprattutto) in una attenuazione dei margini di tutela soggettiva, specie ai danni di risparmiatori e investitori. Tuttavia, per comprendere se sia opportuna una semplificazione del quadro normativo esistente ovvero, all'opposto, se questo approccio regolatorio possa rappresentare un modello di riferimento per la disciplina di altri ambiti della finanza innovativa occorre attendere una ulteriore fase di implementazione applicativa. Motivo per cui l'interrogativo posto dal presente lavoro, chiaramente, non può trovare ancora una risposta certa e univoca.

Resta comunque la sensazione che, forse, la strada della iper-regolamentazione

– il cui effetto principale è di consentire lo svolgimento di alcune attività soltanto a intermediari già vigilati – rappresenti per alcuni una comprensibile *confort zone*, ma che al contempo non consente però di intercettare appieno le esigenze regolatorie di un fenomeno così mutevole e complesso come quello dell'innovazione in ambito finanziario.

Gennaro Rotondo

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"

LA GLOBALIZZAZIONE FINANZIARIA IN CRISI: TRA NEUTRALITÀ ECONOMICA E VALORI OCCIDENTALI *

(Financial globalization in crisis: between economic neutrality and western values)

ABSTRACT: *Per esistere e funzionare, la globalizzazione finanziaria richiede un corpus normativo uniforme, capace di garantire il libero flusso dei capitali e condizioni di competizione eque tra gli agenti economici. La narrazione liberal-liberista presenta questa uniformità come espressione di neutralità, ovvero come assenza di valori e interessi politici. Tuttavia, le recenti vicende legate alla rete SWIFT, presentata al mondo come una comunità sovranazionale regolata da mere norme tecniche, dimostrano come il sistema finanziario globale non sia affatto neutrale, bensì rifletta i valori occidentali imposti dagli Stati Uniti. Questo contributo evidenzia, dunque, come la globalizzazione finanziaria entri in crisi nel momento in cui i valori politici posti a suo fondamento non possano più essere imposti. E' infatti così che si apre la strada a dinamiche regionali in cui l'omogeneità normativa diventa il frutto di una negoziazione su basi politiche e culturali condivise, smentendo la presunta neutralità del modello liberal-liberista.*

For financial globalization to exist and function, it requires a uniform regulatory framework capable of ensuring the free flow of capital and fair competition among economic agents. The liberal-economic narrative portrays this uniformity as a sign of neutrality—an absence of values and political interests. However, recent developments surrounding the SWIFT network, presented to the world as a supranational community governed by mere technical regulations, reveal that the

* Contributo approvato dai revisori.

global financial system is far from neutral. Rather, it reflects Western values imposed by the United States. This paper highlights how financial globalization enters a crisis when the political values underpinning it can no longer be enforced. In turn, this paves the way for regional dynamics, where regulatory uniformity becomes the product of negotiation based on shared political and cultural foundations—ultimately debunking the supposed neutrality of the liberal-economic model.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La rete SWIFT e la globalizzazione finanziaria. – 3. Le narrazioni liberale e neoliberista della globalizzazione finanziaria e la teorizzazione della neutralità economica. - 4. La strumentalizzazione della rete SWIFT e la frammentazione finanziaria. – 5. Il (celato?) ruolo dei valori occidentali nella globalizzazione finanziaria. – 6. L'uniformità (regionale?) dei valori e i processi di globalizzazione.

1. «*Una foglia può raccontare un albero*» è il detto popolare che coglie lo spirito di questo contributo, il quale intende discutere dell'attuale crisi della globalizzazione finanziaria e del rapporto tra la neutralità economica e i valori delle democrazie occidentali muovendo da una mera componente di tale globalizzazione[1]: la rete SWIFT.

Così, si chiede al lettore di pazientare. La tesi che qui si vuole sostenere, ossia che la condivisione delle regole inter-giurisdizionali debba presupporre un'uniformità di valori, sarà presentata soltanto nelle ultime pagine di questo lavoro (paragrafo 6), vale a dire dopo aver discusso: della creazione e del funzionamento della rete SWIFT che ha finito per rappresentare un'infrastruttura essenziale della globalizzazione

[1] In questo scritto non si discute delle definizioni di globalizzazione e globalizzazione finanziaria. Nondimeno, occorre da subito ricordare che, tra gli studiosi di politica economica internazionale, si contano anche studiosi – i c.d. realisti – che negano l'esistenza della globalizzazione considerandola «a convenient myth in the hands of politicians in the most powerful states who spread it among public opinion with the aim of consolidating their hegemony». Per questa affermazione si veda, ad esempio, L.S. Talani, *What is Globalizazion?*, T.M. Shaw et al. (eds.), *The Palgrave Handbook of Contemporary International Political Economy*, Palgrave Handbooks in IPE, 2019, 414. Inoltre, tra i realisti più autorevoli si ricordano R. Gilpin, *The Challenges of Global Capitalism: The World Economy in the 21st Century*, Princeton University Press, 2000; e P. Hirst, G. Thompson, S. Bromley, *Globalisation in Question, the International Economy and the Possibilities of Governance*, Wiley, 2009. Per questi autori, quindi, le soluzioni adottate nel contesto globale sono sempre soluzioni intergovernative che riflettono il potere di uno o pochi stati – c.d. "egemoni".

finanziaria[2] (paragrafo 2); delle narrazioni liberale e neo-liberista che possono ben descrivere questa esperienza di successo (paragrafo 3); della strumentalizzazione – da alcuni definita "militarizzazione" – della rete SWIFT occorsa, soprattutto negli ultimi anni, in ossequio alla tutela di alcuni valori occidentali e della frammentazione finanziaria che ne è seguita (paragrafo 4); nonché delle elaborazioni di ordine teorico che si possono inferire da questa seconda esperienza (paragrafo 5).

2. A partire dagli anni Settanta del Novecento, il commercio internazionale conobbe una trasformazione senza precedenti, favorita dalla progressiva rimozione dei dazi doganali e delle barriere non tariffarie agli scambi. Diversi fattori contribuirono ad innescare questo fenomeno: per certo, le innovazioni tecnologiche nel settore dei trasporti e della logistica resero concretamente possibile il trasferimento delle merci a costi sempre più ridotti, agevolando la creazione di filiere produttive globali[3]. Inoltre, i paesi occidentali scelsero di impegnarsi a favore del libero scambio, guidati dalla convinzione che l'apertura dei mercati avrebbe promosso la crescita economica (globale) e rafforzato i legami politici ed economici tra le nazioni, fornendo inoltre buone ragioni per limitare i conflitti militari[4]. Infine, tra i consumatori occidentali era

[2] D. Sheppard, *Payment Systems in Global Perspectives: Some Views from the Central Banks*, in *Proceedings of the Central Bank Governors' Symposium,* Londra, Bank of England, 1998, 28-32. Inoltre, questa opinione ha trovato conferma in un provvedimento della Commissione europea del 1997 – CE, *Following an Undertaking by S.W.I.F.T. to Change Its Membership Rules, the European Commission Suspends Its Action for Breach of Competition Rules*, press release IP/97/870, Brussels, October 13, 1997, 2. In quell'anno *La Poste*, la società francese per le poste, i telegrafi e le telecomunicazioni, cercò di accedere alla rete SWIFT per meglio espletare sue operazioni bancarie, ma SWIFT rifiutò la richiesta con la motivazione che La Poste non fosse una tradizionale istituzione bancaria. La Commissione europea dunque avviò un'indagine dalla quale emerse che SWIFT «holds a monopolistic position in the market for international payment message transfer» e che, di conseguenza, essa dovesse concedere l'accesso alla sua rete, essendo quest'ultima una infrastruttura essenziale. Per evitare una decisione di condanna e la connessa sanzione, dunque, SWIFT modificò le regole per l'ingresso nella sua compagine societaria.

[3] La tecnologia, come si vedrà, ha giocato un ruolo determinante anche nel rendere possibile la globalizzazione finanziaria – M. Mussa, G. Dell'Ariccia, B. J. Eichengreen, E. Detragiache, *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, IMF Occasional Paper, 1998; S. Edwards, *How effective are capital controls?*, *Journal of Economic Perspectives*, 1999, 65; nonché G. Garrett, *The Causes of Globalization*, *Comparative Political Studies*, 2000, 941.

[4] Al riguardo si rinvia a quanto si dirà oltre, nel paragrafo 5, con riferimento alle politiche neoliberiste.

forte il desiderio di accedere a una varietà sempre maggiore di beni e servizi, a prezzi più contenuti e con standard qualitativi più elevati[5].

Ma per sostenere la cennata espansione degli scambi, serviva sviluppare sistemi finanziari capaci di gestire transazioni sempre più complesse e interconnesse. Detto altrimenti, l'integrazione su scala globale del commercio internazionale rendeva inevitabile un parallelo processo di integrazione dei sistemi di pagamento e, più in generale, una crescente circolazione dei capitali a livello mondiale. Ed in effetti, le banche cercarono di cogliere rapidamente le opportunità di *business* offerte dalla globalizzazione dei commerci, posizionandosi come attori centrali nella conduzione dei flussi di capitali e nell'offerta di innovativi servizi di pagamento[6] a favore di imprese e privati.

Tuttavia, negli anni Settanta, la gestione dei pagamenti transfrontalieri avveniva attraverso una rete – il Telex[7] – che sì fino ad allora si era rivelata uno strumento innovativo ed efficace ma che, alla luce della nuova dimensione degli scambi, presentava significative limitazioni. Innanzitutto, il Telex lavorava a una velocità

[5] S.V. Scott, M. Zachariadis, *The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT): Cooperative governance for network innovation, standards, and community*, Routledge, 2014, 9.

[6] Tipicamente, infatti, un trasferimento internazionale di fondi richiede il coinvolgimento degli istituti finanziari del mittente e del destinatario e di un'istituzione di compensazione e regolamento, nonché l'invio di uno o più messaggi tra questi soggetti affinché le necessarie istruzioni per il trasferimento dei capitali siano condivise. Così, in un semplice pagamento transfrontaliero, il mittente avvia un pagamento tramite la propria banca, seguito dall'invio da parte di quest'ultima di uno o più messaggi finanziari alla banca del destinatario con informazioni e istruzioni per la transazione. La banca ricevente verifica quindi la legittimità del pagamento così che, successivamente, il pagamento possa essere regolato dall'istituzione di compensazione e regolamento, la quale trasferisce materialmente i fondi. È poi vero che, qualora tra le banche del mittente e del ricevente non esista una relazione di corrispondenza bancaria, vale a dire un accordo formale che le autorizzi a fornire servizi di pagamento reciproci in ragione dei conti che questi istituti detengono l'uno presso l'altro, l'elaborazione di un pagamento può coinvolgere più banche, con la conseguente proliferazione dei messaggi finanziari scambiati.

[7] La rete Telex era un sistema internazionale di comunicazione testuale che consentiva la trasmissione di messaggi scritti tra terminali dotati di tastiera e stampante. Sviluppata a partire dagli anni Trenta e diffusasi ampiamente nel dopoguerra, si basava su linee telefoniche dedicate e utilizzava codici standardizzati, come il *baudot* (dal nome del suo ideatore). Come si diceva nel testo, la rete Telex fu uno strumento cruciale per le comunicazioni rapide nel commercio, nella finanza e nelle istituzioni, anticipando molte delle funzioni poi assunte dalle reti digitali moderne.

estremamente ridotta, l'equivalente di circa 8 byte al secondo[8]. Inoltre, essa operava per il tramite delle linee telefoniche pubbliche, privando così le banche della capacità di controllare appieno chi avesse accesso alla rete e, quindi, imponendo loro la necessità di implementare complesse procedure di autenticazione. Queste ultime, però, essendo basate su chiavi di verifica sequenziali calcolate manualmente, risultavano particolarmente macchinose, onerose e dispendiose in termini di tempo. In aggiunta, la natura pubblica di queste reti di telecomunicazione non offriva alle banche alcuna garanzia in merito all'eventualità che le autorità governative sarebbero state disposte a finanziare un eventuale potenziamento delle infrastrutture, né escludeva – all'opposto – il rischio che le amministrazioni postali e delle telecomunicazioni nazionali imponessero tariffe basate sul volume del traffico, costituendo così un potenziale ostacolo alla crescita futura delle attività bancarie. Un ulteriore limite all'utilizzo della rete Telex risiedeva poi nell'assenza di standardizzazione dei dati: questa rete, infatti, consentiva l'inserimento di informazioni in formati liberi e non strutturati, condizionati dall'origine geografica e culturale del mittente, obbligando le banche a processare manualmente ogni transazione. Ciò non solo accresceva il margine di errore, ma rappresentava anche un freno significativo a qualsiasi tentativo di automazione[9].

Pertanto, sempre negli anni Settanta, le banche iniziarono a esplorare soluzioni alternative che permettessero sia di utilizzare una più veloce rete di telecomunicazioni

[8] Per offrire al lettore un termine di paragone si consideri che, posto che la velocità della rete Internet può variare enormemente a seconda della tecnologia utilizzata, delle infrastrutture disponibili e delle condizioni di rete, ad oggi stimiamo che le reti in fibra ottica possano raggiungere velocità molto elevate, anche nell'ordine di 1.25 Gigabyte al secondo (GB/S). Teoricamente, anche le reti mobili di quinta generazione (5G) possono arrivare a velocità simili, anche se nella pratica sono spesso più lente nell'ordine, cioè, di centinaia di Megabit al secondo (Mb/s). Comunque, anche le velocità tipiche delle connessioni domestiche a banda larga (ADSL/VDSL) possono variare da 1.25 Megabyte al secondo (MB/s) per connessioni ADSL a 37.5 MB/s per connessioni VDSL. Evidentemente, dunque, le attuali tecnologie garantiscono velocità di connessione superiori per molteplici ordini di grandezze a quelle delle reti storiche come il Telex.

[9] In relazione al rapporto tra telecomunicazioni e mercati finanziari si vedano, *ex multis*, K.D. Garbade, W.L. Silber, *Technology, Communication and the Performance of Financial Markets: 1840–1975*, *Journal of Finance*, 1978, 819 e B. Batiz-Lazo, D. Wood, *An Historical Appraisal of Information Technology in Commercial Banking*, *Electronic Markets*, 2002, 192.

che fosse per giunta proprietaria e, quindi, indipendente dalle autorità pubbliche, sia di sviluppare un sistema standardizzato di informazioni che, dunque, si prestasse ad essere automatizzato. E fu così che, nel maggio del 1973, venne fondata la *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT)[10], vale a dire una società cooperativa, di diritto belga, i cui soci – allora, 239 tra banche e intermediari finanziari regolamentati, collocati in 15 differenti paesi – scelsero di collaborare[11] sia per finanziare la "messa a terra" dei cavi oceanici che servono a formare le reti di telecomunicazioni[12], sia per modificare le proprie prassi operative e così elaborare standard di sintassi e *best practice* per lo scambio di messaggi standardizzati ed eventualmente automatizzati tra operatori finanziari (anche quando non-soci, come intermediari non regolamentati e multinazionali). In altri termini, in assenza di validi e promettenti strumenti per la trasmissione di messaggi finanziari, le banche decisero di associarsi all'interno di una cooperativa per realizzare sia la costruzione dell'hardware (la rete di telecomunicazione) sia l'ideazione del software (i codici standardizzati)

[10] Sulla storia di SWIFT, cfr. Scott, Zachariadis, *supra* nt. 5, e ID, *Origins and Development of SWIFT, 1973-2009*, *Business History*, 2012, 462; M. Cipriani, L.S. Goldberg, G. La Spada, *Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payments System*, *Journal of economic perspective*, 2023, 31, 42-46; e B. Brandl, L. Dieterich, *The Exclusive Nature of Global Payments Infrastructures: The Significance of Major Banks and the Role of Tech-driven Companies*, *Review of International Political Economy*, 2021, 535.

[11] Nel 1973, la Transaction Technology Inc. (TTI), una controllata della First National City Bank (FNCB), sviluppò un sistema di messaggistica proprietario denominato MARTI (Machine Readable Telegraphic Input). Questo standard, analogamente a SWIFT, ambiva a imporsi come unico codice di riferimento per l'invio e la ricezione di messaggi finanziari. Tuttavia, a differenza di SWIFT, che si costituì come società cooperativa, aperta alla collaborazione di tutti gli attori interessati alla creazione della rete e alla definizione del relativo codice, e che tollerava la partecipazione dei suoi membri a progetti alternativi, TTI adottò una strategia (che un antitrustista non esiterebbe a qualificare come) escludente. La società richiese infatti ai propri clienti di utilizzare il codice MARTI in via esclusiva; e ciò – e qui risiede l'irragionevolezza della scelta – nonostante non avesse ancora raggiunto la massa critica necessaria per sostenere una simile imposizione. Non fu dunque un caso se, nel 1977, la rete MARTI di TTI fu chiusa.

[12] In fase di avvio, SWIFT ha ricevuto finanziamenti in *equity* da parte delle banche fondatrici, integrati successivamente da prestiti, poiché non era ancora possibile accedere ai mercati del credito fino a quando non fosse operativa e in grado di dimostrare un modello di business sostenibile basato sui ricavi. Per ridurre i costi iniziali legati alle infrastrutture, SWIFT ha fatto ricorso al leasing finanziario, evitando così ingenti investimenti di capitale. Già un anno dopo l'avvio delle operazioni, l'organizzazione ha raggiunto un equilibrio economico positivo. Nel giro di pochi anni, i contratti di leasing sono stati convertiti in acquisti e, entro il 1982, SWIFT ha completato il rimborso dei prestiti iniziali – cfr. Scott, Zachariadis, *supra* nt. 5, 29-30.

necessari a garantire lo scambio di informazioni.

Da allora, la rete SWIFT ha conosciuto un'espansione straordinaria, arrivando a connettere oltre 11.500 operatori in più di 200 Paesi. La sua funzione primaria è quella di agire come vettore globale di messaggi, un'infrastruttura internazionale paragonabile a un "internet dei servizi finanziari" che, infatti, ad oggi rappresenta il canale tecnologico per il trasferimento delle informazioni finanziarie necessarie non solo all'esecuzione degli ordini di pagamento, come avveniva agli esordi, ma anche allo scambio di titoli e altri prodotti finanziari[13]. Inoltre, negli anni, SWIFT ha acquisito lo *status* di autorità di registrazione ISO e sviluppatore di standard proprietari, rappresentando altresì un forum di confronto per la comunità globale degli operatori del settore[14]. Infine, la pervasività della rete SWIFT ha generato due effetti collaterali di grande rilevanza. Da un lato, gli standard SWIFT hanno progressivamente guidato la riprogettazione dei processi di back-office delle banche, creando efficienze che hanno migliorato le prestazioni operative e contribuito alla riduzione dei costi[15]. Dall'altro, le tracce lasciate dalle operazioni eseguite tramite la rete sono diventate uno strumento prezioso per l'applicazione delle regole che governano le transazioni finanziarie, come le norme contro il riciclaggio di denaro[16].

Complessivamente, dunque, permettendo la condivisione di informazioni in maniera sicura e automatizzata, garantendo affidabilità, riservatezza e integrità, SWIFT facilita l'autorizzazione delle transazioni finanziarie, l'autenticazione delle controparti e la registrazione delle operazioni, assicurando un equilibrio ottimale tra efficienza,

[13] Il servizio di messaggistica SWIFT più utilizzato è SWIFTNet FIN, che consente lo scambio di messaggi formattati secondo i tradizionali standard SWIFT MT. A titolo indicativo, già nell'aprile 2013, il 49,3% del traffico messaggi SWIFTNet FIN era relativo a pagamenti, mentre il 44% riguardava i titoli – cfr. Scott, Zachariadis, *supra* nt. 5, 28.

[14] Cfr. Scott, Zachariadis, *supra* nt. 5, 30.

[15] La qualità degli standard non dipende solo dalle competenze tecniche messe in campo, ma anche dalle negoziazioni, durante le quali un gruppo deve rinunciare alle proprie pratiche esistenti per adottare (o migrare verso) un diverso modo di operare. Per questo motivo, la struttura organizzativa di SWIFT è incentrata su forum consultivi e gruppi di lavoro – cfr. Scott, Zachariadis, *supra* nt. 5, 28.

[16] L. Wong, R. M. Nelson, *International Financial Messaging Systems*, Technical Report R46843, Congressional Research Service, 2021.

sicurezza, tracciabilità e contenimento dei costi.

3. Le narrazioni, note in inglese come *narratives* o *storytelling*, costituiscono un pilastro essenziale della comunicazione umana, poiché consentono di tracciare un filo conduttore tra eventi e fatti apparentemente disgiunti. Questo filo conduttore si radica in valori e credenze che conferiscono significato agli avvenimenti e creano connessioni tanto emotive quanto intellettuali tra il narratore e il suo pubblico. Tuttavia, ogni narrazione rappresenta un atto creativo e interpretativo, in cui il narratore opera una selezione, organizza e mette in risalto determinati elementi con l'obiettivo di coinvolgere l'audience, suscitare emozioni e veicolare un messaggio. In tale prospettiva, dunque, le narrazioni si configurano come strumenti di straordinaria potenza, capaci cioè di modellare percezioni e influenzare decisioni, ma che non sempre possono dirsi integralmente fondate e suffragate da evidenze.

Ebbene, anche della globalizzazione commercial-finanziaria si sono offerte differenti narrazioni, tutte condizionate da giudizi di valore in merito ai fatti occorsi[17]. Per quanto qui più interessa, la maggioranza degli economisti e molti politici liberali e neoliberisti di Stati Uniti, Gran Bretagna e Unione Europea[18] hanno, negli anni,

[17] A. Roberts, N. Lamp, *Six Faces of Globalization. Who Wins, Who Loses and Why It Matters*, Harvard University Press, 2021.

[18] Non è questa la sede per discutere del concetto di neoliberalismo. Sul punto si rimanda dunque a J. Peck, *Constructions of Neoliberal Reason*, Oxford University Press, 2010, nonché a M. Eagleton-Pierce, *Neoliberalism*, in T. M. Shaw et al. (eds.), *The Palgrave Handbook of Contemporary International Political Economy*, Palgrave, 2019, 119. Nondimeno, qui preme osservare che attualmente è diffusa l'idea secondo cui il neoliberismo consisterebbe in una lettura economica (o economicista) delle relazioni internazionali; una lettura che, in particolare, esalterebbe il governo autonomo – per alcuni, la "tirannia" – dei mercati e degli agenti economici, considerati come entità a-storiche e a-sociali, nonché come soggetti indipendenti da qualsiasi tipo di controllo politico – cfr. J. Peck, N. Theodore, N. Brenner, *Neoliberalism Resurgent? Market Rule After the Great Recession*, *The South Atlantic Quarterly*, 2012, 265–288; T.C. Boas, J. Gans-Morse, *Neoliberalism: From New Liberal Philosophy to Anti-Liberal Slogan*, *Studies in Comparative International Development*, 2009, 137; e P. Bourdieu, *Firing Back: Against the Tyranny of the Market*, Verso, 2003. In particolare, per alcuni di tradizione post-marxista, il neoliberismo può essere definito come una teoria della pratica politico-economica focalizzata sulla ricerca della libertà imprenditoriale all'interno di un quadro istituzionale che promuove diritti di proprietà privata, libertà individuale, mercati senza ostacoli e libero scambio. In questo senso si vedano: S. Gill, *Globalisation, Market Civilisation, and Disciplinary Neoliberalism*, *Millennium: Journal of International Studies*, 1995, 399 e D. Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, 2005.

alimentato e condiviso una visione decisamente positiva della globalizzazione, tutta focalizzata sui benefici economici[19] e sul prolungato periodo di pace tra i paesi occidentali[20] che tale globalizzazione avrebbe prodotto. Ed, in effetti, il libero commercio e l'integrazione dei mercati su scala mondiale non solo hanno fatto da volano alla crescita economica delle democrazie occidentali, ma hanno anche svolto un ruolo cruciale nell'affrancare centinaia di milioni di persone dalla povertà nei Paesi in via di sviluppo e, in particolare, in Cina e India. Inoltre, dopo l'esperienza degli anni trenta e quaranta del novecento, forte era la duplice convinzione secondo cui, se era esistito uno stretto legame tra il protezionismo commerciale e la seconda guerra mondiale, la globalizzazione dei commerci e dei capitali avrebbe garantito relazioni internazionali pacifiche. Del resto, il coevo progetto della Comunità Economica Europea, anch'esso organizzato intorno a regole tecniche per la creazione del mercato unico e la ripresa economica del Vecchio Continente, iniziava a dimostrare come comuni interessi economici potessero avere la meglio sulle annose diatribe politiche (e religiose) tra Stati e Nazioni. Insomma, tra le diverse narrazioni della globalizzazione

[19] Come osserva l'economista Paul Krugman, «[t]he raw fact is that every successful example of economic development this past century—every case of a poor nation that worked its way up to a more or less decent, or at least dramatically better, standard of living—has taken place via globalization; that is, by producing for the world market rather than trying for self-sufficiency» – cfr. P. Krugman, *Enemies of the WTO*, *Slate*, 24 Novembre 1999. Nello stesso senso, anche, K. Clausing, *Open: The Progressive Case for Free Trade, Immigration, and Global Capital*, Harvard University Press, 2019, 66 per cui l'impresa di aver sollevato oltre un miliardo di persone al di sopra della soglia globale di povertà come «truly the most astounding economic progress in the history of the world» attribuendo – per l'appunto – gran parte del merito al libero commercio. In tale direzione anche una fonte meno autorevole ma più popolare, come Martin Wolf, editorialista del *Financial Times*, per cui «[the] world integrated through the market [is] highly beneficial to the vast majority of the world's inhabitants» poiché il mercato rappresenta «the most powerful institution for raising living standards ever invented: indeed there are no rivals» – cfr. M. Wolf, *Why Globalization Works*, Yale University Press, 2004, xvii.

[20] Già C. P. Kindleberger, *The World in Depression: 1929-1939*, University of California Press, 1973, dove si legge della connessione tra l'egemonia Britannica ai primi del Novecento e la c.d. pax Britannica allora garantita, noché E. Weede, *Balance of Power, Globalization and the Capitalist Peace*, Liberal Verlag, 2005. Inoltre, si consideri che, dopo la seconda guerra mondiale, quando vennero avviate le trattative che portarono alla conclusione del *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT), i negoziatori fecero spesso riferimento al «restrictionism of the Thirties» come al male da evitare – cfr. P. Krugman, *What Should Trade Negotiators Negotiate About?*, *Journal of Economic Literature*, 1997, 113. Peraltro, l'idea che il commercio promuova la pace non è poi così estranea al pensiero occidentale, in quanto già sostenuta anche da filosofi del calibro di Kant e Montesquieu ne, rispettivamente, *La Pace Perpetua* e *Lo Spirito delle Leggi*.

che si sono elaborate, quella liberal-liberista, considerata egemone per molti anni[21], ha presentato – se opportunisticamente o meno è questione di cui si discuterà oltre [22] – i mercati e gli operatori di mercato come delle entità sciolte (nel senso di ab-solute) dalla sfera politica[23].

Ora – ritornando alla rete SWIFT – essa può ben essere descritta come il risultato di un'iniziativa tra soggetti privati, le banche e gli altri operatori finanziari, che pur perseguendo il proprio interesse, concretizzando le opportunità di *business* offerte dalla globalizzazione degli scambi, sono riusciti a massimizzare il benessere collettivo, operando secondo la logica del mercato, nonché dando vita a un soggetto transnazionale e multinazionale che ha elaborato regole tecniche uguali per tutti.

Ecco che allora lo sviluppo della rete SWIFT non solo testimonia del profondo legame che esiste tra progresso tecnologico e il progresso economico[24], ma ben si concilia con quella narrazione liberal-liberista della globalizzazione appena riportata. In primo luogo, il successo della rete SWIFT è infatti coerente con l'idea che vuole il potere degli stati-nazione disperso nelle reti di relazioni economiche tra privati i quali, sostituendo alla regolazione pubblica, condizionata da interessi politici, regimi di *self-regulation*, perseguono il benessere economico e allontano il rischio di conflitti bellici, evidentemente svantaggiosi per i commerci[25]. In secondo luogo, l'esperienza della rete

[21] Non per caso, viene spesso riconosciuta come the establishment narrative – cfr. Roberts, Lamp, *supra* nt. 17, 35.

[22] Cfr. successivo paragrafo 5.

[23] K. Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Beacon press, 1944.

[24] N. Bernards, M. Campbell-Verduyn, *Understanding Technological Change in Global Finance through Infrastructures*, *Review of International Political Economy*, 2019, 773; A. Kyrtsis (ed.), *Financial Markets and Organizational Technologies: Systems Architectures, Practices and Risks in the Era of Deregulation*, Palgrave Macmillan, 2010; C. N. Murphy, J. Yates, *The International Organization for Standardization (ISO): Global Governance through Voluntary Consensus*, Routledge, 2008; J. McKenney, D. G. Copeland, R. Omason, *Waves of Change: Business Evolution through Information Technology*, Harvard Business School Press, 1995.

[25] R.O. Keohane, J. S. Nye Jr., *Power and Interdependence*, Longman, 2012; A. Slaughter, *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*, *Michigan Journal of International Law*, 2003, 1044; e K. Raustiala, *The Architecture of International Cooperation: Transgovernmental Networks and the Future of International Law*, *Virginia Journal of International Law*, 2002, 1.

SWIFT si presta a corroborare – o quasi esalta – l'idea secondo cui sarebbe proprio la neutralità di queste regole tra privati, tutte intese a permettere alle imprese di auto-determinarsi economicamente[26] e di trovare soluzioni *tecniche* a problemi concreti, a consentire agli Stati e alle imprese di partecipare alla globalizzazione, senza cedere a particolari interessi politici[27]. Detto altrimenti, l'affermazione di SWIFT si allinea anche con una narrazione della globalizzazione che affonda le proprie radici nella natura a-politica degli operatori di mercato e delle loro regole e che dunque considera come punto di merito il predominio dell'elemento tecnico-economico su quello politico.

Ed, in effetti, le modalità per effetto delle quali si individua la composizione del consiglio direttivo di SWIFT non rivelano alcuna pre-ordinata preferenza per un particolare paese e, quindi, per un determinato assetto di valori e contenuti politici[28]. Più nel dettaglio, poi, se si scorrono le regole che disciplinano la *corporate governance* della rete SWIFT, ci si imbatte in affermazioni del tipo: «*Swift's Board composition is designed to reflect usage of Swift messaging services, ensure Swift's global relevance, support its international reach and uphold its strict neutrality*»[29]. Analogamente, sul sito di SWIFT si legge: «*As a neutral global cooperative, Swift is defined by its community of users around the world. At Swift we believe we can achieve more together. By drawing from the resources of the global Swift community, we are able to harness the potential of our franchise for the benefit of our worldwide community of members*»[30].

Evidentemente, dunque, anche al netto della narrazione liberal-liberista della

[26] H. Farrell, A. L. Newman, *The Janus Face of the Liberal International Information Order: When Global Institutions are Self-Undermining*, *Int'L Org.*, 2021, 333.

[27] B. Heath, *Neutrality and governance in a weaponized world*, *American Journal of International Law*, 2024, 566.

[28] Il consiglio direttivo è infatti composto da un massimo di 25 direttori, nominati dall'assemblea generale per un mandato iniziale di tre anni. I direttori vengono proposti in base al numero di azioni detenute dai soci di ciascuna nazione, posto che: (i) i primi 6 paesi con il maggior numero di azioni (USA, UK, Belgio, Francia, Germania, Svizzera) possono proporre ciascuno 2 direttori; (ii) i successivi 10 paesi in ordine di numero di azioni possono proporre 1 direttore ciascuno; e (iii) gli altri paesi possono raggrupparsi per proporre insieme fino a un massimo di 3 direttori.

[29] Cfr. Regola n. 4.3 del Corporate Governance Rules di SWIFT.

[30] Questa affermazione è disponibile all'indirizzo https://www.swift.com/about-us/community.

globalizzazione, sono gli stessi operatori soci e utilizzatori di SWIFT a considerare la neutralità della rete, da intendersi come assenza di specifici valori e obiettivi politici, come un tratto qualificante della rete medesima, posto che detta neutralità è – come si diceva – anche una caratteristica saliente della narrazione liberal-liberista della globalizzazione.

4. Nel precedente secondo paragrafo si riportava di come SWIFT si configuri, primariamente, quale rete per la trasmissione automatizzata di messaggi finanziari standardizzati. Questa sua natura le conferisce due caratteristiche distintive[31]. In primo luogo, coloro che amministrano la rete controllano una mole vastissima di informazioni finanziarie: essi cioè sono nella condizione di sapere molto, se non tutto, beneficiando dunque di quello che in letteratura è stato definito come l'effetto panottico[32]. In secondo luogo, la circostanza che ha fatto di SWIFT lo scheletro hardware e software della globalizzazione finanziaria, se per un verso attribuisce a SWIFT medesima il ruolo di porta d'accesso privilegiata (e conveniente) a un ampio numero di operatori, per altro verso conferisce a SWIFT il potere di "soffocare" degli operatori finanziari, escludendoli dalla propria rete, secondo il c.d. *choke-off effect*[33].

Proprio queste due peculiarità hanno reso SWIFT un punto di attrazione per gruppi di interesse e governi desiderosi sia di accedere alle informazioni finanziarie da SWIFT controllate, sia di danneggiare alcuni operatori finanziari estromettendoli dalla

[31] H. Farrell, A. L. Newman, *Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion*, *Int'l Security*, 2019, 42; ID, *Underground Empire: How America Weaponized the World Economy*, Henry Holt & Co, 2023, e H. James, *Weaponied Interdependence and International Monetary systems*, in D.W. Drezner, H. Farrell, A. L. Newman (eds.), *The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*, Brookings Institution Press, 2021, 101-114.

[32] In architettura, il panottico è un modello di edificio progettato per essere utilizzato come carcere. Ideato dal filosofo e giurista inglese Jeremy Bentham alla fine del XVIII secolo, ha una struttura circolare con un'area centrale illuminata da un tetto in vetro, che consente di sorvegliare tutte le celle disposte lungo il perimetro dell'edificio. Ecco perché Farell, Newman, *supra* nt. 31, 54 usano il termine "panottico" per riferirsi a chi, come SWIFT, tracciando le transazioni finanziare che occorrono tramite la sua rete, ha accesso a tutte le informazioni così trasmesse e condivise.

[33] E. Helleiner, *Electronic Money: A Challenge to the Sovereign State?*, *J. Int'l Aff.*, 1998, 387, nonché Farell, Newman, *supra* nt. 31, 54.

loro partecipazione alla rete.

Ad esempio – e guardando, dapprima, ai casi in cui SWIFT è stata intesa come bacino di informazioni sensibili – nel 1992, la Financial Action Task Force (FATF), organismo internazionale impegnato nella lotta al riciclaggio di denaro[34], si rivolse a SWIFT con l'intento di ottenere accesso ai suoi dati per tracciare attività illecite. Tuttavia, SWIFT respinse la richiesta, argomentando di non poter fornire informazioni direttamente alle autorità pubbliche e ribadendo che tali richieste dovessero essere indirizzate alle banche e alle istituzioni finanziarie coinvolte nelle specifiche transazioni. L'organizzazione sottolineò il proprio ruolo di semplice fornitore di comunicazioni, paragonandosi a un operatore telefonico piuttosto che a un elaboratore di dati, e affermò di dover rimanere esente da forme di monitoraggio governativo.

Diversamente, nell'ottobre del 2001, l'*Office of Foreign Assets Control* (OFAC) del governo statunitense ottenne da SWIFT l'autorizzazione ad accedere ai suoi vasti database, con l'obiettivo dichiarato di prevenire e contrastare, in seguito al crollo delle due torri, le attività terroristiche[35]. Tale intervento governativo, successivamente noto come *Terrorist Financing Tracking Program* (TFTP), rimase segreto per circa cinque anni, fino a quando alcune inchieste giornalistiche, nel 2006, ne svelarono l'esistenza. Questa rivelazione diede origine a un intenso conflitto tra le autorità statunitensi e quelle europee. Queste ultime, infatti, inizialmente denunciarono la violazione delle normative a tutela della privacy dei cittadini europei i cui dati personali, tracciati da SWIFT, erano stati condivisi con il governo statunitense. Tuttavia, a seguito delle forti

[34] La *Financial Action Task Force* (FATF), nota anche come *Groupe d'Action Financière* (GAFI), è un organismo internazionale intergovernativo creato nel 1989 dai Paesi del G7 per sviluppare e promuovere politiche globali volte a contrastare il riciclaggio di denaro. Successivamente, il suo mandato è stato esteso per includere la lotta al finanziamento del terrorismo e, più recentemente, alla proliferazione delle armi di distruzione di massa.

[35] M. Mastanduno, *Hegemony and Fear: The National Security Determinants of Weaponized Interdependence*, in D.W. Drezner, H. Farrell, A. L. Newman (eds.), *The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*, Brookings Institution Press, 2021, 351.

pressioni politiche esercitate dagli Stati Uniti, il programma fu mantenuto[36], sebbene con significative limitazioni volte proprio a garantire una maggiore protezione della privacy dei cittadini dell'Unione Europea[37].

Negli anni successivi, poi, SWIFT è stata più volte al centro di pressioni volte a escludere le banche di alcuni paesi dalla propria rete, così da rendere più difficile per quei paesi, le loro imprese e i loro cittadini effettuare pagamenti internazionali. L'estromissione da SWIFT è stata cioè intesa come una delle possibili sanzioni economiche[38] da imporre a detti paesi[39].

Nel 2004, gruppi per la tutela dei diritti umani, come Human Rights Watch, chiesero a SWIFT di rimuovere le banche del Myanmar controllate dalla giunta militare, sottolineando il rischio che il regime sfruttasse la rete per aggirare le sanzioni economiche. SWIFT rifiutò, mantenendo una posizione di neutralità e ribadendo che

[36] M. Cipriani, L. S. Goldberg, G. La Spada, *Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payments System*, *Journal of economic perspective*, 2023, 31; M. de Goede, *The SWIFT Affair and the Global Politics of European Security*, *Journal of Common Market Studies*, 2012, 214; J. Koppel, *The Swift Affair*, Graduate Institute Publications 2011; A. Amicelle, *The Great (Data) Bank Robbery: Terrorist Finance Tracking Program and the "SWIFT Affair"*. Technical report, 2011 e P. M. Connorton, *Tracking Terrorist Financing Through SWIFT: When U.S. Subpoenas and Foreign Privacy Law Collide*, *Fordham Law Review*, 2007, 283.

[37] Le pressioni esercitate dall'Unione Europea spinsero SWIFT a rafforzare i propri standard di protezione dei dati, introducendo un sistema di elaborazione dei messaggi suddiviso in due zone distinte: una europea, con centri di elaborazione situati nei Paesi Bassi e in Svizzera, e una nordamericana, con centri localizzati nei Paesi Bassi e negli Stati Uniti. Questa configurazione garantisce la separazione del traffico europeo da quello statunitense. Ogni Paese ha la facoltà di scegliere a quale zona di elaborazione – e quindi a quale coppia di centri – desidera appartenere. Tale innovazione comporta che tutto il traffico gestito all'interno della zona europea, scelta dalla maggior parte dei Paesi, rimanga al di fuori della portata della sorveglianza statunitense.

[38] Più in generale, nel contesto internazionale, le sanzioni economiche possono colpire la partecipazione alla rete SWIFT, il sistema di corrispondenza bancaria (compensazione/regolamento) o entrambi. Mentre l'esclusione da SWIFT rende le transazioni internazionali estremamente complicate per una banca (costringendola a ricorrere a modalità di comunicazione alternative come telegrammi criptati o email), l'esclusione dalla corrispondenza bancaria – soprattutto quando essa riguarda le istituzioni statunitensi – rappresenta una restrizione ancor più significativa. Le sanzioni secondarie sono però uno strumento ancor più efficace, perché esse impongono il divieto di agire come banche di corrispondenza per il paese sanzionato non solo alle banche statunitensi, ma anche a tutte le altre banche – cfr. A. Nölke, *The weaponization of global payment infrastructures: A strategic dilemma*, SAFE White Paper No. 89, June 2022, 2-3.

[39] N. Mulder, *The Economic Weapon: The Rise of Sanctions As a Tool of Modern War*, Yale University Press, 2022.

nessuna normativa dell'UE vietava al Myanmar l'accesso alla rete[40].

Nel 2012, il gruppo di advocacy statunitense *United Against Nuclear Iran* avviò una campagna contro SWIFT, sostenendo come le sue operazioni con le banche e le istituzioni iraniane permettessero di continuare a finanziarie il programma nucleare iraniano malgrado le sanzioni internazionali. Di fronte alla pressione crescente, il Comitato Bancario del Senato USA approvò una legislazione che minacciava sanzioni contro SWIFT qualora essa avesse continuato a fornire servizi alle banche iraniane. In risposta, e dopo l'approvazione del Regolamento UE 267/2012, SWIFT scollegò le istituzioni finanziarie iraniane sanzionate, inclusa la banca centrale dell'Iran[41].

Nel 2014, SWIFT si oppose alle richieste di gruppi pro-palestinesi di escludere le banche israeliane, riaffermando il proprio impegno alla neutralità. Tuttavia, quello stesso anno, il Parlamento Europeo approvò una risoluzione non vincolante che invitava a escludere la Russia dalla rete SWIFT, in seguito all'annessione della Crimea. SWIFT respinse la richiesta, ribadendo il suo ruolo neutrale.

Diversamente, nel 2017, il Belgio vietò a SWIFT di fornire servizi a determinate banche nordcoreane sanzionate dalle Nazioni Unite. SWIFT si adeguò, estendendo volontariamente la disconnessione anche ad altre banche nordcoreane, pur non essendo obbligata dalla normativa europea o belga.

Ancora nel 2016, quando le banche iraniane furono ricollegate a SWIFT in seguito alla decisione dell'Iran di siglare l'accordo sul nucleare del 2015 (JCPOA). Tuttavia, malgrado lo stato iraniano non avesse violato i termini di quest'ultimo accordo, nel 2018 gli Stati Uniti decisero di ritirarsi dallo stesso e, di conseguenza, SWIFT fu costretta a disconnettere nuovamente le istituzioni finanziarie iraniane per evitare sanzioni statunitensi. Malgrado non vincolata ad agire in tal senso da alcuna

[40] Wong, Nelson, *supra* nt. 16.

[41] M. Majd, *The Cost of a SWIFT Kick: Estimating the Cost of Financial Sanctions on Iran*, in G. A. Epstein (ed.), *The Political Economy of International Finance in an Age of Inequality: Soft Currencies, Hard Landings*, Edward Elgar, 2018, 175-191.

normativa europea[42], SWIFT giustificò la decisione come necessaria a garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario globale[43].

Infine, nel marzo 2022, a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, l'Unione Europea, in accordo con Canada, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, ha imposto l'esclusione di alcune banche russe e bielorusse dalla rete SWIFT, adottando i Regolamenti UE n. 2022/345 e 2022/398. SWIFT si è dunque adeguata prontamente, disconnettendo gradualmente queste istituzioni dalla propria rete.

Complessivamente, dunque, come hanno osservato diversi studiosi di relazioni internazionali[44], nel corso degli anni la rete SWIFT è diventata oggetto di una strumentalizzazione spinta, fino al punto di poter essere assimilata a un'arma che innanzitutto gli Stati Uniti e, a ruota, anche l'Unione Europea hanno impiegato per danneggiare i paesi che, come l'Iran, la Nord Corea e la Russia, hanno tenuto dei comportamenti contrari ai valori delle democrazie occidentali[45].

Ora, non è certo intenzione di chi scrive difendere in qualche misura detti comportamenti. Tuttavia, non ci si può esimere dall'osservare – coerentemente con quanto già fatto dalla dottrina con riferimento all'uso del dollaro a fini sanzionatori[46] –

[42] Anzi, come si dirà più oltre nel testo, in opposizione alla politica statunitense, l'Unione europea decise di sviluppare INSTEX, una camera di compensazione con l'Iran che potesse supplire alle funzioni della rete SWIFT.

[43] Cfr. L. Fantacci, L. Gobbi, D. Luciani, *Bene pubblico globale o arma finanziaria? L'egemonia del dollaro alla prova delle sanzioni*, *Moneta e Credito*, 2022, 123 a 128 che in proposito scrivono: «il caso iraniano è emblematico per due ragioni. In primo luogo, ha mostrato come l'utilizzo del sistema dei pagamenti possa essere un'arma estremamente efficace nell'imporre costi agli avversari. In secondo luogo, ha reso palese anche ad altre economie avanzate quanto la dipendenza dagli Stati Uniti sia ancora elevata in un mondo in cui il dollaro conserva il ruolo di moneta internazionale».

[44] Cfr. *supra* nt. 31 per la letteratura sulla strumentalizzazione dell'interdipendenza economica, definita proprio come la condizione in cui chi controlla i nodi nevralgici di una rete può sfruttare la propria posizione per ottenere un vantaggio negoziale sugli altri attori che popolano quella rete.

[45] Tutti gli episodi descritti nel testo sono infatti stati considerati esempi di come gli Stati Uniti abbiano militarizzato la propria centralità finanziaria – cfr. T. Oatley, *Weaponizing International Financial Interdependence*, D. W. Drezner, H. Farrell, A. L. Newman, Brookings Institution Press, 2021, 115-129

[46] B. J. Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*, Oxford University Press, 2011; Fantacci, Gobbi, Luciani, *supra* nt. 43, 123; nonché Daniel W. Drezner, *Targeted Sanctions in a World of Global Finance*, *International Interactions*, 2015, 755 che già esprimeva l'idea secondo cui, dalla fine degli anni novanta in poi, i politici statunitensi avrebbero sfruttato l'influenza generata dalla posizione occupata dagli Stati Uniti nelle reti finanziarie globali per perseguire i loro obiettivi di politica estera.

come la militarizzazione della rete SWIFT abbia indebolito quest'ultima[47], incentivando non solo la Russia, ma anche l'India e la Cina non solo a ricorrere alle cripto-valute[48], ma soprattutto a creare sistemi di messaggistica standardizzata (e non solo)[49] alternativi a SWIFT[50].

Si consideri, ad esempio, il *Structured Financial Messaging System* (SFMS) sviluppato in India nel 1999 dall'*Institute for Development and Research in Banking Technology* (IDRBT), un'emanazione della *Reserve Bank of India*. Attualmente, esso connette tra loro solo operatori domestici – di un Paese che certo conta 1,4 miliardi di persone – ma è stato progettato proprio per rappresentare un'alternativa a SWIFT, rappresentando anche esso un sistema interoperabile di messaggistica crittografata per transazioni finanziarie e non. Analogamente, si pensi al *Sistema per il Trasferimento dei Messaggi Finanziari* (SPFS) sviluppato dalla Banca Centrale russa proprio nel 2014, per garantire la continuità delle comunicazioni finanziarie a seguito dell'estromissione delle banche russe dalla rete SWIFT. Poiché negli anni anche operatori esterni alla Federazione Russa hanno aderito al SPFS – segnatamente, nel gennaio del 2024, il sistema contava 557 organizzazioni partecipanti, di cui 150 provenienti da 16 paesi

[47] Cfr. Oatley, *supra* nt. 45, 116 dove si legge «the willingness to weaponize U.S. financial status has led to significant uneasiness throughout the system, even among America's traditional allies. This unease has produced sustained discussion about creating alternative networks that would reduce America's centrality and thereby render states less vulnerable to American financial power». Inoltre, si vedano J. Zarate, *Treasury's War: The Unleashing of a New Era of Financial Warfare*, Public Affairs, 2013, 150 e P. Kennedy, *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*, Vintage Books, 1989.

[48] M. Shagina, *Central Bank Digital Currencies and the Implications for the Global Financial Infrastructure*, Finnish Institute of International Affairs, Briefing Paper no. 329, 2022; L. Miglietti, *Il blocco del sistema di pagamento SWIFT e l'effetto "boomerang" dell'incremento delle transazioni in criptovalute in seno al conflitto russo-ucraino*, *DPCE online*, 2024, 355.

[49] Tali alternative possono anche includere l'identificazione di controparti finanziarie diverse dalle banche occidentali con cui svolgere affari internazionali e di piattaforme diverse dalle camere di compensazione occidentali attraverso le quali effettuare pagamenti; nonché la ricerca di un veicolo diverso dal dollaro per denominare ed eseguire le transazioni. In particolare, i paesi che cercano di sottrarsi al dominio statunitense stanno guardando alla Cina, che dispone di grandi banche attive a livello internazionale, ha creato – come si dirà nel testo – la propria camera di compensazione per le transazioni transfrontaliere ed è impegnata in una campagna per incoraggiare un uso internazionale sempre più ampio della sua valuta, il renminbi.

[50] Z. L. Zongyuan, M. Papa, *Can Brics De-Dollarize The Global Financial System?*, Cambridge University Press, 2022, 37-46.

esteri – garantendo al sistema finanziario russo la capacità di mantenersi libero dai condizionamenti politici occidentali[51], a giugno del 2024, l'Unione Europea ha vietato l'uso dell'SPFS per le banche dell'UE al di fuori della Russia e a novembre 2024 l'OFAC degli Stati Uniti ha avvertito che le istituzioni che si uniscono al sistema dopo tale data saranno soggette a misure restrittive.

Non sono poi troppo diversi i casi dell'*Instrument in Support of Trade Exchanges* (INSTEX) e del Cross-Border Interbank Payment System (CIPS). Il primo, voluto nel 2019 da Francia, Germania e Regno Unito in seguito all'esclusione delle banche iraniane dalla rete SWIFT proprio per preservare il flusso di capitali con l'Iran, rappresenta una camera di compensazione che consente i pagamenti tra l'Unione Europea e l'Iran. Occorre però osservare che l'utilizzo di INSTEX è stato giustificato da scopi umanitari, e sebbene, al momento, esso abbia operato solo per provvedere all'importazione di attrezzature mediche in relazione all'epidemia di COVID-19. Il secondo, ideato nel 2015 dalla Cina, è un sistema di pagamento completo che incorpora anche i servizi di compensazione e regolamento nella valuta cinese, il renminbi. Malgrado CIPS utilizzi ancora il codice SWIFT per la maggior parte delle transazioni transfrontaliere, esso può anche operare senza SWIFT se gli operatori hanno installato i necessari traduttori per i caratteri cinesi. Finora, la portata di CIPS è piuttosto limitata, con circa 1.300 istituti finanziari partecipanti provenienti da 103 paesi diversi, ma tra costoro si contano anche importanti banche statunitensi ed europee.

Pertanto, è possibile raggiungere una prima conclusione, di ordine fattuale: la militarizzazione di SWIFT ha creato i presupposti affinché nascessero delle piattaforme alternative[52], anche più complesse di SWIFT che, sebbene al momento non garantiscano alcuna forma di connettività globale e sebbene siano più costose di SWIFT, più lente e meno sicure, sono comunque capaci di offrire una connettività su scala *regionale* che, se per un verso, attenua l'esclusione di alcune banche da SWIFT,

[51] Fantacci, Gobbi, Luciani, *supra* nt. 43, 129.

[52] Wong, Nelson, *supra* nt. 16.

per altro verso, frammenta la globalizzazione finanziaria[53]. Ecco che allora si potrebbe discutere dei vantaggi e degli svantaggi che la decisione di strumentalizzare SWIFT a fini sanzionatori ha comportato per, in ultima analisi, stabilire se si debba continuare a perseguirla o meno[54]. Tuttavia, come si vedrà nel prossimo paragrafo, l'obiettivo di questo scritto è un altro: quello di mostrare cosa la militarizzazione di SWIFT racconti in relazione alla narrazione liberal-liberista che per anni ha plasmato la nostra idea di globalizzazione finanziaria.

5. Sono due le principali riflessioni sollecitate dagli eventi appena descritti, o *rectius*, dalla decisione di utilizzare SWIFT come strumento per colpire Paesi le cui condotte non possono in alcun modo essere considerate aderenti ai valori delle democrazie occidentali.

In primo luogo si osserva come, sebbene concepite come entità sovra- e multinazionali capaci di diluire il potere degli Stati-nazione, le reti come SWIFT possano divenire strumenti del potere statuale. E ciò, per giunta, in virtù della territorialità,

[53] Lo sviluppo di sistemi alternativi di messaggistica finanziaria solleva interrogativi su come l'infrastruttura consolidata, inclusi SWIFT e le reti di corrispondenza bancaria, si evolverà, se mai lo farà. Sebbene, in generale, una maggiore concorrenza nei mercati possa ridurre i prezzi e migliorare la qualità per i consumatori, un numero maggiore di fornitori di servizi di messaggistica finanziaria potrebbe introdurre problemi di interoperabilità a causa di standard di dati differenti e sistemi chiusi multipli. Inoltre, l'applicazione disomogenea di standard normativi tra diverse giurisdizioni potrebbe introdurre ulteriori attriti lungo le catene di pagamento. Un mercato frammentato può generare problemi di interoperabilità, poiché ogni sistema di messaggistica finanziaria potrebbe applicare standard e formati di dati diversi. Le informazioni richieste e presentate in un messaggio finanziario variano anche tra paesi e sistemi di messaggistica. Differenze negli standard di dati e altri fattori, come la trasmissione di dati solo in alfabeto latino, possono impedire controlli automatizzati e ritardare i processi di compensazione e regolamento. Sono stati fatti sforzi per introdurre standard internazionali nei messaggi finanziari al fine di ridurre gli attriti nei pagamenti transfrontalieri.

[54] Cfr. N. Mulder, *The Economic Weapon: The Rise of Sanctions as a Tool of Modern War*, Yale University Press, 2022; I. Angeloni et al., *Designing a Rational Sanctioning Strategy*, SAFE Policy Letter No. 95, 2022; D. W. Drezner, *Introduction: The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*, in D. W. Drezner, H. Farrell, A. L. Newman (eds.), *The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*, Brookings Institution, 2021; P. E. Harrell, E. Rosenberg, *Economic Dominance, Financial Technology, and the Future of U.S. Economic Coercion*, Center for a New American Security, 2019; E. Gjoza, *Counting the Cost of Financial Warfare: Recalibrating Sanctions Policy to Preserve US Financial Hegemony*, Defense Priorities, 2019; L. Weiss, E. Thurbon, *Power Paradox: How the Extension of US Infrastructural Power Abroad Diminishes State Capacity at Home*, *Review of International Political Economy*, 2018, 779.

ossia di quello che, sin dalla Pace di Westfalia[55], è per antonomasia il meccanismo di trasmissione del potere. Si consideri, infatti, che non sempre SWIFT ha ceduto alle pressioni subite da gruppi di interessi e governi[56]. Tuttavia, nella maggior parte dei casi in cui questo è successo, SWIFT si è trovata a dover eseguire degli atti giuridicamente vincolanti[57] che le sono stati applicati in ragione del luogo in cui essa ha collocato la sua sede.

Ma vi è di più. Molte delle reti finanziarie si pongono strutturalmente al servizio di chi controlla i loro nodi "più interconnessi", conferendo a costoro un potere significativo che si estende anche oltre il principio di territorialità. Queste reti si connotano infatti per una struttura del tipo *hub and spoke*, per effetto della quale tutti i nodi della rete – le economie nazionali (*spoke*) – sono collegati a un unico paese centrale (*hub*), con solo poche economie nazionali collegate direttamente tra loro[58]. Detto altrimenti, quindi, gli Stati che detengono autorità politica sui fulcri delle infrastrutture internazionali attraverso cui fluiscono denaro e informazioni godono di una posizione unica per imporre costi ad altri, individuare vulnerabilità, influenzare politiche e scoraggiare azioni indesiderate [59]. Plasticamente, gli Stati Uniti sono riusciti a indirizzare le azioni di SWIFT in conformità alle proprie richieste, malgrado esse

[55] Come noto, la Pace di Westfalia, siglata nel 1648, concluse la Guerra dei Trent'anni (1618-1648) e la Guerra degli Ottant'anni (1568-1648). Con essa si riconobbe l'indipendenza di Paesi Bassi e Svizzera, si ridefinirono i confini territoriali all'interno del Vecchio Continente e si affermarono i principi per la convivenza tra cattolici e protestanti. Ma per quanto qui più interessa, la pace di Westfalia riconobbe la dimensione territoriale della sovranità statale, stabilendo il principio secondo cui ogni Stato ha il diritto di gestire autonomamente i propri affari interni senza interferenze esterne.

[56] Brevemente, infatti, si ricorda che SWIFT non ha assecondato le richieste di violare la propria neutralità in tre delle sopra menzionate nove occasioni, ad oggi conosciute: nel 1992 con riguardo alla richiesta di condivisione di informazioni avanzata dal FAFT; nel 2004 rispetto alla domanda di escludere dalla rete le banche del Myanmar; e nel 2014 in relazione di estromettere dalla rete le banche israeliane e russe.

[57] E, in effetti, le risoluzioni del parlamento europeo, come quella del 2014 con cui si chiedeva l'esclusione delle banche russe, non sono atti vincolanti.

[58] T. Oatley, W. K. Winecoff, A. Pennock, S. B. Danzman., *The Political Economy of Global Finance: A Network Model*, *Perspectives on Politics*, 2013, 133.

[59] J. Fichtner, *Perpetual Decline or Persistent Dominance? Uncovering Anglo-America's True Structural Power in Global Finance*, *Review of International Studies*, 2017, 3; P.E. Harrell, E. Rosenberg. *Economic Dominance*, *Financial Technology*, *and the Future of U.S. Economic Coercion*, Center for a New American Security, 2019.

fossero in contrasto con il celebrato ideale di neutralità che caratterizzava SWIFT, grazie al peso[60] – o centralità, che dir si voglia – che le banche e il mercato finanziario statunitensi esercitano all'interno di questa rete e all'interno di molte altre reti finanziarie globali[61]. Un peso – si badi – che per certo non si traduce nel numero di consiglieri statunitensi che siedono nel consiglio direttivo di SWIFT, ma che gli Stati Uniti possono esercitare minacciando sanzioni secondarie sulle stesse banche occidentali, sui loro governi, e sulla medesima SWIFT[62].

Contrariamente alle tesi liberal-liberiste, quindi, le reti come SWIFT non generano un mondo uniforme, nel quale i poteri degli Stati si diluiscono e si diffondono, né tendono a ridurre le asimmetrie nel tempo. Al contrario, esse non solo sono soggette al potere statuale, ma di più configurano strutture specifiche e durature di squilibrio di potere. E ciò al punto che le principali reti economiche globali, come altri sistemi complessi, tendono a sviluppare *topologie* sempre più asimmetriche,

[60] Si consideri infatti che ad aprile 2022, il dollaro rappresentava (in valore) il 41,8 percento delle istruzioni di pagamento trasmesse tramite SWIFT, l'euro il 34,7 percento, la sterlina britannica il 6,3 percento, lo yen giapponese il 3,1 percento e il renminbi cinese il 2,1 percento.

[61] In estrema sintesi, la circostanza che vuole gli Stati Uniti al centro del sistema finanziario globale deriva, in ultima analisi, dal ruolo del dollaro come principale riserva del sistema, ruolo assunto nel periodo immediatamente successivo alla Seconda Guerra Mondiale. E, in effetti, il dollaro è la valuta più scambiata nei mercati valutari; oltre il 60% di tutte le riserve valutarie globali è detenuto in dollari; il commercio internazionale è fatturato in dollari; circa il 40% di tutti i titoli di debito globali è denominato in dollari; il dollaro rappresenta anche quasi il 60% di tutte le passività bancarie transfrontaliere. Il ruolo centrale del dollaro ha comportato che anche le grandi banche orientate a livello globale, situate al di fuori degli Stati Uniti, abbiano progressivamente aumentato le loro attività e passività in dollaro. L'accesso ai dollari è quindi di fondamentale importanza ovunque, e la sopravvivenza di praticamente ogni banca nel mondo dipende dalla capacità continuativa di accedere al sistema finanziario statunitense per acquisire, trasferire e regolare i pagamenti denominati in dollari. Si vedano sul punto I. Aldasoro, T. Ehlers, *The Geography of Dollar Funding of Non-U.S. Banks*, *BIS Quarterly Review*, 2018, 15; B. J. Cohen, T. M. Benney, *What Does the International Currency System Really Look Like?*, *Review of International Political Economy*, 2014, 1021; V. Bruno, H. S. Shin, *Cross-Border Banking and Global Liquidity*, *Review of Economic Studies*, 2013, 535; H. S. Shin, *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, *IMF Economic Review*, 2012, 166; e P. McGuire, P. von Goetz, *The U.S. Dollar Shortage in Global Banking*, *BIS Quarterly Review*, 2009, 47.

[62] B. J. Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, 2011; ID, *Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Interbank Payments System*, CSIS Briefs, 2022; M. Maggiori, *Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies*, *American Economic Review*, 2017, 3038; T. Oatley, *A Political Economy of American Hegemony*, Cambridge University Press, 2015; B. J. Cohen, *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, 2015; C. Norrlof, *Dollar Hegemony: A Power Analysis*, *Review of International Political Economy*, 2014, 1042.

caratterizzate da una profonda disuguaglianza di influenza.

In secondo luogo, la strumentalizzazione di SWIFT contraddice quell'idea di neutralità che la narrazione liberal-liberista della globalizzazione ha associato al mercato, agli agenti economici e alle loro azioni. Evidentemente, infatti, la decisione di condividere le informazioni finanziare che SWIFT controlla e la scelta di estromettere alcune banche da questa rete non hanno nulla a che vedere né con la necessità tecnica di sostenere in modo efficiente ed efficace la globalizzazione finanziaria, né con la volontà dei soggetti che compongono la rete di massimizzare i propri interessi economici, finendo al contempo col massimizzare il benessere collettivo. La strumentalizzazione di SWIFT è esplicitamente occorsa a fini politici: diciamo, in modo volutamente enfatico, *per tutelare i valori delle democrazie occidentali*.

Ecco perché in dottrina si sono levate alcune voci che, oltre a chiedere agli Stati Uniti e all'Unione Europea di non utilizzare SWIFT a fini sanzionatori, rivendicano per questa rete una condizione di *vera neutralità* per effetto della quale SWIFT si dovrebbe trasformare in una sorta di zona franca che, senza arrivare a presupporre la (falsa) natura a-politica dei mercati e dei loro operatori, potrebbe essere amministrata fiduciariamente nell'interesse di tutti[63].

Tuttavia, al netto degli sviluppi pratici che riguarderanno la rete SWIFT anche alla luce dell'ancora persistente e significativo potere degli Stati Uniti e degli altri paesi occidentali, resta un punto concettuale.

Da anni è nota la tesi secondo cui la neutralità dei mercati e degli agenti economici – e, eventualmente, delle loro reti – sebbene utile nella modellistica neoclassica e quindi fisiologicamente sostenuta dagli economisti, sia stata elaborata e

[63] B. Heath, *Neutrality and Governance in a Weaponized World*, *The American Journal Of International Law*, 566, 569 dove scrive: «*this approach … has the benefit of giving meaningful content to the assertion that a network like SWIFT is "neutral", whitout insisting on the false, apolitical neutrality of markets and market actors*», nonché in linea più generale Nathanel Tilahun, Obiora Okafor, *Economic sanctions and Humanitarian Principles: Lessons from International Humanitarian Law*, Yale Int'L. L. (2023); Eyal Benvisti, *Sovereigns as Trustees of Humanity: On the Accountability of States to Foreign Stakeholders*, 107 AJIL 295 (2013); e A. Nolke, *The Weaponization of Global Payment Infrastructures: A Strategic Dilemma*, SAFE White Paper no. 89, 2022.

rivendicata dai politici e tecnocratici del nord del mondo[64] per nascondere uno specifico progetto politico coerente con gli interessi degli Stati Uniti e degli altri paesi occidentali[65]. In questo senso, dunque, la vicenda di SWIFT servirebbe a *smascherare* il *mito* della neutralità[66] o – per i più maliziosi – l'intento manipolatorio che sarebbe servito proprio alle democrazie occidentali e, in particolare, ad alcuni gruppi di interesse al loro interno[67], a presentare delle scelte politiche legittimamente discrezionali, quali la liberalizzazione e la privatizzazione dei mercati e delle industrie, come delle decisioni meccanicamente determinate dalle necessità tecniche che il funzionamento dell'economia imporrebbe[68].

Oppure – e a costo di sembrare più ingenui – si potrebbe più semplicemente ritenere che la vicenda di SWIFT serva a *rivelare* come la neutralità o, se si vuole, il predominio degli interessi economici sulle ragioni politiche, possa raggiungersi e mantenersi solo in assenza di conflitti ideali, ossia in presenza di una certa uniformità di valori tra gli attori politici e gli agenti economici coinvolti.

---

[64] R. Wade, *Japan, the World Bank, and the Art of Paradigm Maintenance: The East Asian Miracle in Political Perspective*, New Left Review, 1996, 3.

[65] Cfr., *ex multis*, L. Eslava, M. Fakhri, V. Nesiah (eds.), *Bandung, Global History and International Law*, Cambridge University Press, 2017; Q. Slobodian, *Globalists: The End of Empire and The Birth of Neoliberalism*, 2018, Harvard University Press; e A. Getachew, *Worldmaking after Empire: The Rise and Fall of Self-Determination*, Princeton University Press, 2019. In questo senso, dunque, quello che si dirà nel prossimo paragrafo sarebbe il disvelamento (o lo smascheramento) di questa neutralità soltanto putativa – cfr. S. Katzenstein, *Dollar unilateralism*, *Ind. L. J.*, 2015, 90.

[66] Cfr. Dunoff, *supra* nt. 63, 569; nonché C. Westermeier, *Money is Data: the Platformization of Financial Transactions*, *Information, Communication & Society*, 2020, 2047, 2052 dove l'A. scrive «[a]lthough it presents itself as a neutral device to enable international payments, SWIFT also plays a role in the provision of security and within the geopolitics of sanctions».

[67] Cfr., ad esempio, R. Palan, *The Offshore World. Ithaca*, Cornell University Press, 2003 e P. Lilley, *Dirty Dealing: The Untold Truth about Global Money Laundering*, Kogan Page, 2000.

[68] E. Helleiner, *States and the Re-emergence of Global Finance*, Cornell University Press, 1994; nonché G. Di Gaspare, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, Cedam, 2011, il quale con riguardo alla teoria monetarista scrive «[è] noto che le idee si affermano quando se ne ha bisogno e niente era più urgente, alla fine degli anni settanta, di una teoria che aprisse un nuovo orizzonte, focalizzando su di esso gli sguardi e distogliendoli, così dallo scenario caduto in pezzi del gold exchange standard. Credo che la fortuna della teoria monetarista di M. Firedman vada ricercata nel fatto di aver dato la risposta giusta al momento giusto. Il monetarismo, avendo posto la teoria del valore della moneta su basi completamente svincolate dall'oro, ha introdotto la giusta discontinuità per girare pagina in modo non traumatico».

6. La creazione di un mercato globale richiede che tutti gli agenti economici operanti al suo interno siano soggetti a un medesimo corpus normativo. Solo in tal modo è infatti possibile garantire che merci e capitali fluiscano senza ostacoli, consentendo agli agenti economici di confrontarsi su basi paritarie, con diritti e doveri identici, condividendo equamente privilegi e oneri.

Secondo la narrazione liberal-liberista della globalizzazione economico-finanziaria, questa omogeneità normativa sarebbe riducibile a un mero tecnicismo. Imprese e individui, considerati nella loro veste di agenti economici, opererebbero in una dimensione a-storica, separata da questioni politiche e sociali e, così, la globalizzazione trascenderebbe le specificità culturali dei diversi popoli, fondandosi sull'assenza di valori e interessi politici.

Eppure, il caso della rete SWIFT svela una realtà ben diversa. L'apparente neutralità del sistema finanziario globale si rivela essere una costruzione che non riflette una vera assenza di valori, ma piuttosto l'imposizione di valori propri di specifici attori politici. Lungi dall'essere un processo spontaneo e apolitico, la globalizzazione finanziaria è stata resa possibile dall'affermazione dei valori occidentali, guidata dall'egemonia degli Stati Uniti[69]. In altre parole, la globalizzazione non ha eliminato la necessità di un'uniformità valoriale, ma ha costruito questa uniformità su fondamenta imposte, piuttosto che condivise.

Tale riflessione conferma che le norme giuridiche rappresentano l'espressione concreta di un tessuto valoriale sottostante, senza il quale risulta impossibile edificare un sistema economico o normativo comune. Quando quei valori non possono più essere imposti, la globalizzazione entra in crisi, lasciando spazio – come dimostra

[69] Cfr. R. Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, 1997; ID, *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*, Princeton University Press, 2001. In contrasto con il determinismo tecnologico, l'A. offre una spiegazione della globalizzazione che è di natura politica e si concentra sull'interesse particolare e sul potere politico internazionale dell'egemone. In tal senso, inoltre, R. Wade, *The coming fight over capital controls*,1998-1999, 113, nonché D. Harvey, *A brief history of Neoliberalism*, OUP, 2005.

nuovamente il caso SWIFT – a fenomeni di natura regionale[70].

Su scala regionale, infatti, è possibile negoziare per l'omogeneità normativa come riflesso di un'adesione condivisa a un insieme di valori, la cui genesi e articolazione affondano le proprie radici nei processi politici. Anzi, a livello regionale si può anche rigettare esplicitamente la narrazione liberal-liberista, rivendicando il legame tra regole economiche e valori che le sottendono. Un esempio emblematico è rappresentato dall'Unione Europea che, con la disciplina in materia di protezione dei dati personali, le normative ESG e le regole che governano i mercati e i servizi digitali (si pensi ai più recenti DSA e DMA), non solo ha tradotto in disposizioni giuridiche il comune "credo" nella protezione dei diritti fondamentali, della correttezza nei rapporti tra operatori, e nel pluralismo economico, ma ha anche cercato di "esportare" questi valori altrove, facendo leva sull'appetibilità del suo mercato e dei suoi consumatori. Ma questo, tuttavia, è il tema di un'altra ricerca.

Mariateresa Maggiolino

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università "Bocconi" di Milano

[70] M. Magnani, *Il grande scollamento. Timori e speranze dopo gli eccessi della globalizzazione*, BUP, 2024, 199 dove per l'appunto si constata come «[l]a crescente frammentazione [stia] portando alla formazione di diversi blocchi all'interno dei quali si raggiunge un certo grado di integrazione in ambito economico, politico, di sicurezza. Questi blocchi hanno spesso un'impronta regionale».

FATTORI *ESG* E IMPRESA BANCARIA DI PROSSIMITÀ: CRITICITÀ E PROSPETTIVE DI UN MODELLO A TAGLIA UNICA *

(ESG factors and local banks: critical issues and prespectives of a one-size-fits-all model)

ABSTRACT: *Il contributo analizza criticamente l'attuale quadro normativo europeo in tema di sostenibilità nel comparto bancario, mettendo in luce le criticità poste dalla rigidità dei criteri applicativi adottati dal legislatore europeo. La riforma permette di esaminare la realtà operativa del credito cooperativo italiano, approfondendo il ruolo delle banche di prossimità nella gestione dei rischi. ESG.Infine, l'indagine del modello normativo statunitense delle community banks consente di indirizzare, anche in una prospettiva comparatistica, la ricerca di un punto di equilibrio tra rigore normativo e sostenibilità operativa.*

The essay critically analizes the current European regulatory framework on sustainability in the banking sector, highlighting the issues arising from the rigidity of the application criteria adopted by European lawmakers. This provides the opportunity to examine the operational reality of Italian cooperative credit, analyzing the role of proximity banks in managing ESG risks. Furthermore, the investigation of the U.S. regulatory model for community banks allows for, from a comparative perspective, the search for a balance between regulatory strictness and operational sustainability.

SOMMARIO: 1. Nuovi obblighi ESG e principio di proporzionalità: qualche interrogativo di fondo. – 2. La categoria dell'ente piccolo e non complesso: spunti critici. – 2.1. *Segue*. La categoria dell'ente piccolo e non complesso: il caso delle banche di credito cooperativo. 2.1.2. *Segue*. L'applicazione della disciplina prudenziale e ESG: cenni. – 3. Costi di conformità e banche di prossimità. – 4. I tentativi di

* Contributo approvato dai revisori.

recupero della proporzionalità a favore delle banche di credito cooperativo. – 5. Le banche di prossimità quale benchmark per una applicazione proporzionale della normativa ESG. – 6. Banche di prossimità e impatto sui fattori ESG. – 7. Cenni di diritto comparato. Il caso statunitense. – 8. Brevi conclusioni.

1. Il comparto bancario annovera distinte serie normative che mostrano una chiara scelta di indirizzare i capitali verso un'economia *green* e sostenibile.

L'idea di favorire la creazione di un modello di sviluppo economico che consideri e includa i fattori di carattere ambientale, sociale e le buone prassi di governo aziendale ha preso forma a livello europeo con il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, presentato dalla Commissione europea nel marzo 2018[1]. Al riguardo la Comunicazione, che assume le forme di un vero e proprio manifesto programmatico, affronta a tutto tondo il ruolo che il sistema finanziario viene ad assumere nel *melieu*. Il che, per la verità, non viene per nulla a diminuire l'importanza riconosciuta al sistema bancario, alla luce della sua posizione primaria quale fonte di finanziamento esterno all'economia reale.

In questa prospettiva, le linee programmatiche anticipano le riforme prossime e sottolineano il rilievo dell'integrazione della sostenibilità nella gestione del rischio[2], l'importanza di orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili tramite *green bonds* o altre forme di finanziamenti "verdi", nonché di garantire una completa *disclosure* così da promuovere una maggiore fiducia e *accountability* nei confronti della clientela e del mercato.

[1] Cfr. Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8.3.2018. Con certa enfasi, L'Europa è eletta ad "*assumere il ruolo di guida mondiale*" nella transizione verso uno sviluppo sostenibile (cfr. par. 6).

[2] Da questo grande angolo, un primo aspetto particolarmente rilevante è rappresentato dal riconoscimento dei fattori ESG quali componenti di rischio di natura essenzialmente finanziaria, in grado cioè di avere un impatto negativo nello svolgersi dell'attività bancaria. Del resto, sia i "rischi fisici" – ovvero i rischi di danno che l'impresa subisce a causa dell'impatto degli "effetti fisici" legati ai fattori ambientali (ad esempio, rischi associati a eventi climatici come inondazioni o disastri naturali connessi all'inquinamento) – sia i rischi di transizione – che riguardano i costi che l'impresa deve sostenere nel processo di transizione, anche normativa, verso un'economia verde – espongono l'impresa bancaria sia al rischio proprio sia a quello di controparte, ovvero al rischio che i sovvenuti non siano solvibili a causa dei costi connessi agli effetti fisici richiamati.

Muovendosi in questa latitudine ampia, il legislatore europeo ha recentemente emanato la Direttiva (UE) 2024/1619 (CRDVI) che modifica la direttiva 2013/36/UE proprio in relazione ai rischi ambientali, sociali e di *governance*. L'idea di fondo è che i rischi connessi alla transizione (di sostenibilità)[3] possono avere implicazioni per la stabilità sia dei singoli enti creditizi sia del sistema bancario nel suo complesso. Sicché le imprese bancarie sono chiamate ad includere nella propria attività di pianificazione condotta nell'ambito del II pilastro di Basilea i rischi finanziari derivanti dai fattori ESG. Rischi che devono essere individuati, misurati e gestiti sistematicamente così da mantenere un'adeguata resilienza agli impatti negativi ad essi connessi[4].

Nelle tracce dello stesso disegno riformatore si colloca il Regolamento (UE) 2024/163 (CRRIII) che modifica il Regolamento n. 575/2013 e che, per quanto di nostro specifico interesse, interviene sul III pilastro prevedendo modelli uniformi per la divulgazione dei rischi ESG ed estendendo gli obblighi di rendicontazione a tutte le imprese bancarie, comprese quelle di piccole dimensioni.

Non meno importante è la Direttiva (UE) 2022/2464 in tema di rendicontazione societaria di sostenibilità aziendale (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD). Se da una parte il provvedimento normativo non interviene direttamente sui tre pilastri, dall'altra rafforza il quadro regolamentare rispetto alla precedente *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD), introducendo obblighi più stringenti e standardizzati di *disclosure* dei rischi finanziari e non finanziari a cui sono esposte le

[3] Come si dà atto nella Direttiva, i rischi ambientali, sociali e di *governance* sono strettamente legati al concetto di sostenibilità poiché i fattori ambientali, sociali e di *governance* rappresentano i tre pilastri principali di tale concetto.

[4] In questo senso, il paragrafo 21 modifica l'art. 76 della Direttiva 2013/36: "*Gli Stati membri assicurano che l'organo di gestione approvi e almeno ogni due anni riesamini le strategie e le politiche riguardanti l'assunzione, la gestione, il monitoraggio e l'attenuazione dei rischi ai quali l'ente è o potrebbe essere esposto, compresi quelli derivanti dal contesto macroeconomico nel quale esso opera, in relazione alla fase del ciclo economico, e quelli derivanti dagli impatti attuali e a breve, medio e lungo termine dei fattori ambientali, sociali e di* governance". L'8 gennaio 2025 l'Autorità Bancaria Europea ha pubblicato le Linee guida sulla gestione dei rischi ESG (EBA/GL/2025/01) specificando i requisiti relativi ai processi interni e ai dispositivi di gestione del rischio, nonché il contenuto dei piani da adottare.

imprese, incluse quelle bancarie, per effetto del deterioramento dei fattori ESG[5]. Da qui la necessità per le banche sia di redigere *report* ESG dettagliati sulle proprie attività sia di operare, in qualità di finanziatori della transizione sostenibile, come *gatekepers* delle imprese sovvenute[6].

Posta la situazione descritta, è cosa facilmente comprensibile come un quadro normativo di tale complessità richieda un'attenta declinazione in sede applicativa, al fine di garantire che gli obiettivi di sostenibilità siano perseguiti senza compromettere la competitività e la stabilità delle imprese bancarie, specie quelle di dimensioni ridotte.

È in questo contesto che viene ad assumere rilevanza il principio di proporzionalità, il quale si pone come uno dei criteri fondamentali per assicurare che la disciplina di settore sia adeguata agli obiettivi perseguiti, evitando sia un'applicazione uniforme che potrebbe risultare eccessivamente onerosa per alcuni soggetti, sia una frammentazione che rischierebbe di compromettere l'uniformità del sistema regolamentare.

Il principio di proporzionalità, infatti, opera su due livelli: da un lato, come strumento per calibrare l'intensità degli obblighi normativi in funzione della capacità

[5] Il parallelismo trova giustificazione nelle sovrapposizioni tra i contenuti della *Corporate Sustainability Reporting* e le informazioni richieste dal III pilastro di Basilea. Inoltre, la CSRD assume rilievo per la necessaria coerenza tra la pianificazione dei rischi ESG prevista dall'articolo 76 della Direttiva 2013/36/UE (modificato dalla CRD VI) e i dati divulgati attraverso i report di sostenibilità (paragrafo 2). Su questo profilo cfr. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2023, I, in particolare 20; V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 507. L'importanza della CSRD nella gestione, più in generale, del rischio delle imprese è sottolineata anche da S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori,* in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.* 2019, 992 ss; M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 3 ss; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informazione sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. Econ.*, 2022, 180 ss.; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2023, IV, 558 ss.

[6] Nel dettaglio, nel Considerando n. 27 della CSRD si evidenzia come «Gli enti creditizi e le imprese di assicurazione svolgono un ruolo fondamentale nella transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo in linea con il Green Deal. Essi possono esercitare una notevole influenza positiva o negativa attraverso le rispettive attività di prestito, investimento e sottoscrizione assicurativa».

operativa e della complessità degli enti regolati; dall'altro, come criterio che garantisce che le misure adottate siano strettamente necessarie e non eccedano quanto richiesto per il raggiungimento degli scopi prefissati dal legislatore[7].

Applicato al settore bancario, ciò significa non solo tenere conto delle dimensioni e della complessità delle singole imprese, ma anche (e soprattutto) delle caratteristiche intrinseche dei rischi specifici che ciascun ente si trova a fronteggiare[8].

In tale quadro, il principio di proporzionalità diviene una lente attraverso cui interpretare e declinare le regole in modo che risultino al contempo efficaci e sostenibili per l'intero sistema alla luce della complessità delle diverse istituzioni finanziarie.

Un'analisi attenta delle discipline normative testé richiamate suggerisce una prima considerazione: il legislatore dimostra una crescente sensibilità verso il principio di proporzionalità, riconoscendo che l'applicazione uniforme delle regole a soggetti eterogenei rischierebbe di generare squilibri significativi.

Questo approccio emerge sin dal primo considerando della CRDVI, là dove si afferma che "*le autorità competenti dovrebbero mirare a garantire che il quadro di vigilanza sia applicato agli enti [...] in modo proporzionato*"[9]. Tale principio trova poi attuazione concreta in numerosi frammenti normativi, tra cui si segnala, a titolo esemplificativo, l'articolo 76, paragrafo 1, della direttiva UE 2013/36, così come

[7] Con il Trattato di Maastricht del 1992 il principio di proporzionalità venne inserito esplicitamente all'art. 3 B (poi art. 5 TCE), e si riferiva all'attività delle istituzioni comunitarie. Il Trattato di Amsterdam del 1997 dedica ai principi di sussidiarietà e proporzionalità un protocollo; la disposizione è un calco dell'art. 3 B, ma espressamente estende l'obbligo di rispettare il principio a «ciascuna istituzione». Il protocollo (ora Protocollo n. 2) è stato poi ripreso dal Trattato di Lisbona del 2007. Per un'analisi sulla sua compiuta operatività si rinvia a EACB, *An organic approach to proportionality, Comments*, Brussels, 29 September 2016, 4.

[8] D.C. NIȚESCU, *Diversity and proportionality, challenges or opportunities for the European banking sector?*, in 25 *Theoretical and Applied Econ*. (2018), p. 143 s..; R. MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione Europea. Le sfide del Coronavirus e di Basilea IV*, Roma, 2021, 17; B. JOOSEN, M. LEHMANN, *Proportionality in the Single Rule Book*, in *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law* eds. By M. Chiti - V. Santoro, London, 2019, p. 68; G. FERRARINI, *Compensation in Financial lnstitutions. Systemic Risk, Regulation, and Proportionality*, in *Governance of Financial lnstitutions*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - G. van Solinge, 2019, p. 280 ss.

[9] Qualche perplessità, invero, suscita l'utilizzo del condizionale.

modificato dalla CRDVI, che stabilisce che l'organo di gestione, nell'elaborazione delle politiche e strategie in materia di rischi, inclusi quelli ESG, consente agli Stati membri di prevedere una differenziazione per gli enti piccoli e non complessi, modulando la frequenza della pianificazione strategica richiesta. In aggiunta, il successivo paragrafo 2 introduce ulteriori margini di flessibilità, prevedendo che, nella definizione dei piani che includono obiettivi e processi di gestione e monitoraggio dei rischi ESG e nella correlazione di tali piani con la reportistica di sostenibilità, gli Stati membri possono adottare un approccio semplificato per gli enti piccoli e non complessi. In particolare, viene loro concessa la possibilità di indicare specifici ambiti in cui applicare deroghe o procedure meno onerose, così da garantire che gli adempimenti normativi restino proporzionati alle capacità operative delle banche.

La CRRIII, inoltre, interviene con disposizioni finalizzate ad assicurare che le misure di vigilanza sui rischi ESG siano applicate in modo equilibrato. Essa, da una parte, impone agli enti creditizi di segnalare alle autorità competenti le esposizioni verso soggetti operanti nel settore dei combustibili fossili, oltre ai rischi fisici e di transizione, nonché parallelamente, richiede la pubblicazione di informazioni al mercato, a cui tutti gli enti creditizi sono obbligati ai sensi del nuovo paragrafo 449 *bis*, in relazione ai rischi ESG; dall'altra, tuttavia, il regolamento affida all'Autorità Bancaria Europea il compito di sviluppare modelli standardizzati che tengano conto del principio di proporzionalità, con particolare riferimento alle dimensioni e alla complessità dell'ente, nonché alla relativa esposizione ai rischi ambientali, sociali e di *governance*.

Anche la direttiva CSRD contribuisce al quadro normativo introducendo specifiche agevolazioni per gli enti piccoli e non complessi. In particolare, essa ne prevede una sostanziale assimilazione alle PMI per quanto riguarda i contenuti della rendicontazione di sostenibilità, i principi guida da adottare e i tempi di attuazione delle nuove disposizioni. Tali misure rafforzano ulteriormente l'intento del legislatore europeo di facilitare l'adempimento degli obblighi normativi da parte di tali enti, riconoscendone le limitate risorse e peculiarità operative.

La *policy* orientata a valorizzare il principio di proporzionalità attraverso uno

sconto disciplinare agli enti piccoli e non complessi trova corpo a partire dalla CRD V e dalla CRR II[10]. Viepiù, una spinta ulteriore proviene dalla normativa di secondo livello dell'EBA e delle Autorità nazionali[11].

Gli esempi sopra richiamati testimoniano, insomma, come il principio di proporzionalità continui a costituire una pietra angolare del quadro regolamentare europeo. Tuttavia, il suo concreto dispiegarsi attraverso la centralità attribuita alla rigida categoria degli enti piccoli e non complessi solleva inevitabilmente molteplici interrogativi: questa impostazione costituisce davvero il punto di equilibrio tra rigore normativo e sostenibilità operativa? Il paradigma dato si rivela adatto a cogliere la crescente complessità del contesto attuale? È sufficiente questa categoria a garantire l'equità nell'applicazione delle norme ESG, considerando le molteplici variabili di rischio e la rapida evoluzione degli scenari economici e ambientali? Gli strumenti normativi attuali sono effettivamente in grado di bilanciare l'obiettivo di sostenibilità con la necessità di garantire una concorrenza leale e una piena integrazione del sistema bancario europeo?

2. Prima di cercare di rispondere agli interrogativi posti, è opportuno fermarsi sul dato definitorio, così come formulato nel Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), modificato dal Regolamento (UE) 2019/876 (CRR II). In particolare, l'articolo 4,

[10] Cfr. M. ARRIGONI, E. RESTELLI, *Stabilità e proporzionalità nella disciplina delle banche. Il caso del credito cooperativo italiano*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, I, 225 ss; nonché M. SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, p. 79 ss.; A. ANTONUCCI, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2014, p. 248 ss.; B. JOOSEN ET AL., *Stability, Flexibility and Proportionality: Towards a Two-Tired European Banking Law?*, in *EBI Working Paper Series*, 2018, p. 7. CHENG - HASAN, *Firm ESG Practice and the terms of bank lending*, in Gaganis, Pasiouras,Tasiou - Zopounidis (eds.), *Sustainable finance and ESG: Risk, Management, Regulations, and implications for Financial insitutions*, London, 2023, p. 11 ss.

[11] Cfr. EBA, *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks* (EBA/GL/2025/01) (nt. 4); EBA BANKING STAKEHOLDER GROUP, *Proportionality in Bank Regulation*, Report, 10 December 2015, 7, 13. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Good practices for climate related and environmental risk management*, 2 november 2022, elaborate a seguito dell'indagine tematica condotta su 186 banche nel corso del 2022; BANCA D'ITALIA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, by T. Loizzo and F. Schimperna, in *Questioni di economia e finanza*, n. 744 del 22 dicembre 2022; BANCA D'ITALIA, *Nota informativa su Rischi climatici e ambientali - Indagine tematica su un campione di banche meno significative*, 24 novembre 2022.

paragrafo 1, punto 145, del CRR II definisce gli enti piccoli e non complessi in base a una serie di criteri - da rispettare congiuntamente - riferiti alla loro dimensione, complessità, interconnessione e al loro profilo di rischio.

Il criterio quantitativo, che assume nella prassi valore determinante, fissa una soglia riferita al valore totale delle attività dell'intermediario su base individuale o, ove applicabile, su base consolidata, che non deve superare i 5 miliardi di euro nel quadriennio immediatamente precedente il periodo di riferimento corrente annuale affinché possa essere qualificato come piccolo e non complesso[12].

Il preminente rilievo che il criterio quantitativo è venuto ad assumere nell'applicazione geometrica del principio di proporzionalità lascia alquanto perplessi. In questa prospettiva, i limiti dell'impostazione sono stati ampiamenti sottolineati in letteratura[13].

La prima vibrante critica muove dalla constatazione che la sovrapposizione tra principio di proporzionalità ed ente piccolo e non complesso si caratterizza per una eccessiva rigidità applicativa, e, come tale, inidonea a cogliere le complessità e le sfumature delle imprese bancarie europee. In altri termini, la dicotomia "*large and complex institutions*" *vs* "*small and non-complex institutions*", tributaria di un approccio binario, pur avendo una funzione semplificatrice, si rivela inadeguata per cogliere e valorizzare le diversità che contraddistinguono l'esercizio dell'attività bancaria nei diversi contesti giuridico-economici nazionali. Con la conseguenza di ingessare il sistema, ostacolando la possibilità di graduare la disciplina in funzione delle esigenze operative specifiche degli enti creditizi[14]. Molte banche si trovano infatti in

[12] La soglia può essere abbassata - e non anche alzata - a livello nazionale. Con decisione del 31 marzo 2022, la Banca d'Italia ha confermato la soglia dei 5 miliardi e ha così identificato gli intermediari piccoli e non complessi in base ai criteri previsti dal Regolamento.

[13] Sul punto si rinvia a R. MASERA, *US Basel III Final Rule on Bank's Capital Requirements: a Different-Size-Fits-All Approach*, in *Does one size fit all? Basel rules and SME financing*, a cura di R. Guida, R. Masera, Bologna - Roma, 2014, p. 55; B. JOOSEN - M. LEHMANN, *Proportionality in the Single Rule Book*, cit., p. 68; A.P. CASTRO CARVALHO - S. HOHL - R. RASKOPF - S. RUHNAU, *Proportionality in banking regulation: a cross-contry comparison*, in www.bis.org, 2017.

[14] P.O. MULBERT - A. WILHEM, *CRD IV Framework for Banks' Corporale Governance,* in *European Banking Union*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini, Oxford, 2020, p. 275 s.; A.P. CASTRO CARVALHO - S. HOHL - R. RASKOPF - S. RUHNAU, *op. cit.*,30 e ss.; M. ONADO, *Proporzionalità va cercando*

una posizione intermedia, non avendo i requisiti per essere classificate né come "*small and non-complex institutions*", né come "*large institutions*", presentano peculiarità tali da giustificare una graduazione degli oneri a cui sono sottoposte in termini di proporzionalità. Si pensi, ad esempio, alle banche regionali, che operano prevalentemente a livello locale o nazionale, offrendo una gamma di servizi diversificata, ma con un livello di complessità decisamente inferiore rispetto alle grandi istituzioni. Analogamente, anche le banche specializzate in determinati settori, come il finanziamento immobiliare, il credito alle PMI o il supporto alle operazioni di *export*, presentano un profilo di rischio e strutture operative che non giustificano, almeno non necessariamente, l'applicazione integrale delle normative concepite per le *large institutions*. A ciò si aggiungono quelle imprese che adottano modelli di *business* particolari, indipendentemente dalla loro dimensione. È il caso delle banche digitali, caratterizzate da un'offerta tecnologica innovativa e processi operativi spesso semplificati, con un profilo di rischio operativo tendenzialmente più contenuto.

Nei casi mentovati, l'attuale distinzione tra grandi istituzioni ed enti piccoli e non complessi risulta troppo rigida e incapace di cogliere la diversità e le peculiarità operative delle banche coinvolte, finendo così per aumentare gli oneri normativi in modo non proporzionato e limitarne conseguentemente lo sviluppo.

L'assenza di flessibilità nell'approccio regolatorio sconta un ulteriore limite in sede applicativa.

La scelta di attribuire agli stessi enti la responsabilità di auto-collocarsi in una delle due categorie previste ha comportato l'emergere di elementi di incertezza e ambiguità[15]. Da questo angolo visuale, il rischio percepito di sanzioni o contestazioni

che è si cara... Dalla riforma italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2021, p. 133.

[15] Cfr. BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, versione aggiornata alle successive modifiche, parte I, Titolo IV, cap. I e III. In letteratura, *ex multis*, P. DE BIASI, One size fits all *vs principio di proporzionalità in ambito bancario e mobiliare*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2018, 206 ss.; R. MINETTI, P. MURRO, V. PERUZZI, *Not All Banks are Equal: Cooperative Banking and Income Inequality*, in *Economic Inquiry*, 2021, 420, i quali ritengono inoltre l'approccio *one-size-fits-all* come inadeguato (ivi, 440).

per una classificazione errata, ha favorito un approccio cautelativo con la conseguente auto-imposizione di requisiti più stringenti rispetto a quelli formalmente necessari per le proprie dimensioni e caratteristiche operative.

Chi scrive è consapevole che le critiche sollevate si infrangono con l'idea che un unico *set* di regole applicabile a tutte le imprese bancarie offre benefici come l'uniformità normativa, la parità di trattamento e la stabilità del sistema. Ché la *policy* "*one size fits all*" riduce i costi transattivi connessi all'attività di vigilanza, il rischio di distorsioni competitive e assicura che anche le entità più piccole rispettino standard elevati di gestione del rischio.

Una riflessione un poco più attenta mette però in dubbio simile assunto. Se infatti questa rigidità, declamata in nome della "sana e prudente gestione", non viene bilanciata adeguatamente può creare oneri sproporzionati per enti di dimensioni ridotte e con profili di rischio contenuti, costringendoli a rispettare una disciplina eccessivamente onerosa rispetto alla loro reale esposizione al rischio. Parimenti, lo stesso approccio geometrico potrebbe consentire a una banca di dimensioni altrettanto ridotte, ma caratterizzata da comportamenti o operatività ad alto rischio, di beneficiare di un trattamento normativo semplificato, senza che ciò sia giustificato dal suo effettivo livello di complessità o dalla sua propensione al rischio. Tale squilibrio compromette gli obiettivi di stabilità e proporzionalità che la normativa stessa intende perseguire.

2.1. Il tema affrontato nel paragrafo precedente ha trovato terreno fertile nel contesto del credito cooperativo italiano.

Il processo di consolidamento in gruppi, sperimentato nel nostro ordinamento, ha avuto l'effetto di collocare tutte le 218 banche di credito cooperativo (numero risultante al momento in cui si scrive) nell'alveo delle *large institutions*, a causa dell'applicazione su base consolidata della disciplina prudenziale. Di conseguenza, l'introduzione della categoria degli enti piccoli e non complessi non ha prodotto alcun effetto concreto sul regime applicabile a tali banche, considerando il consolidamento

imposto dalla riforma del 2016. Tale riforma, motivata dalla necessità di rafforzare il credito cooperativo dal punto di vista patrimoniale e gestionale, ha reso obbligatoria l'adesione delle singole banche al Gruppo di Credito Cooperativo[16]. Le banche aderenti, dunque, sono state sottoposte alla vigilanza diretta della Banca Centrale Europea e assoggettate alla regolamentazione declinata sui requisiti tipici delle *large institutions*, indipendentemente dalle caratteristiche di operatività locale e dalla semplicità dei modelli di *business* che ne contraddistinguono l'agire.

Il che di per sé stupisce, se solo si ha modo di sfogliare la *list of supervised entities* pubblicata sul sito della BCE[17]. Accanto infatti a Intesa San Paolo, Mediobanca, Crédite Agricole, Deutsche Bank, Bank of America Europe, ecc. compaiono la Cassa Rurale di Ledro, il Credito Cooperativo Cassa Rurale ed Artigiana di Paliano, Credito Cooperativo Cassa Rurale ed Artigiana di Erchie, ecc. Banche queste ultime che, con poco più o poco meno di 5 filiali, utili netti paragonabili al fatturato di uno studio legale medio e attivi di dimensioni modestissime, operano con una complessità gestionale elementare, sono radicate in contesti locali e caratterizzate da una missione di prossimità alla comunità.

Questa evidente sproporzione tra la regolamentazione concepita per grandi istituzioni finanziarie globali e la realtà operativa delle banche di credito cooperativo italiane mette in luce un cortocircuito normativo che merita una attenta riflessione. Riflessione che viene a rinfocolarsi proprio con riferimento al nuovo quadro normativo ESG. Sebbene queste banche, con la loro missione di prossimità, rappresentano di fatto un modello di sostenibilità sociale e *governance* semplificata, la loro inclusione sotto la rigida disciplina destinata alle grandi istituzioni finanziarie globali finisce per ignorare tali peculiarità, imponendo standards che non solo sono sproporzionati, ma rischiano di appesantire e limitare il contributo che possono offrire in termini di sostegno alle comunità locali e sviluppo responsabile.

[16] Per tutti, si veda F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, sub *art 37 bis*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. CAPRIGLIONE, Milano, 2018, 394.
[17] https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.listofsupervisedentities202408.en.pdf

2.1.2. Se scendiamo un po' nel concreto, l'effetto che ne deriva è esiziale nella misura in cui tali enti si trovano gravati da obblighi regolamentari sproporzionati rispetto alla loro dimensione e complessità.

Sul piano della disciplina generale del Terzo Pilastro, secondo quanto stabilito dagli articoli 6 e 13 del Regolamento UE n. 575/2013, la capogruppo del Gruppo di Credito Cooperativo è obbligata a redigere la reportistica su base consolidata. Impostazione che esclude automaticamente le banche aderenti dall'applicazione del regime agevolato riservato agli enti di piccole dimensioni e non complessi. Di conseguenza, le affiliate si trovano soggette a obblighi di reportistica significativamente più frequenti e articolati, ulteriormente ampliati dalle modifiche introdotte con il CRR III, con un impatto informativo che grava direttamente sulle singole banche del gruppo[18]. Per quanto riguarda, poi, il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP), la classificazione del Gruppo di Credito Cooperativo come *large institution* comporta l'impossibilità di beneficiare delle semplificazioni normative[19], con un inasprimento del regime di vigilanza e controlli complessivamente più rigorosi e frequenti[20].

Nella medesima logica, si inseriscono le normative emergenti in materia ESG. In particolare, per quanto riguarda la *disclosure* legata al Terzo Pilastro, la capogruppo dei gruppi bancari di credito cooperativo è già stata sottoposta agli obblighi di trasparenza in quanto qualificata come ente di grande dimensione ai sensi della precedente versione dell'art. 449-bis del Regolamento UE n. 575/2013 (così come modificato con CRR II), applicabile ai soggetti con titoli quotati sui mercati regolamentati. Di conseguenza, le banche affiliate sono tenute a fornire informazioni dettagliate sui

[18] Si veda in proposito la modifica apportata all'art 433 *ter*, in materia di informazioni dovute dagli enti piccoli e non complessi

[19] M. ARRIGONI, E. RESTELLI, *Stabilità e proporzionalità nella disciplina delle banche. Il caso del credito cooperativo italiano*, cit., 227 ss.

[20] Cfr. ABE, *Orientamenti sulle procedure e sulle metodologie comuni per il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) sulle prove di stress di vigilanza*, 18 marzo 2022, ABE/GL/2022/03

rischi legati ai fattori *ESG*, incluse esposizioni derivanti dalle proprie attività e da quelle delle controparti (*Green Asset Ratio*).

Seguendo questa impostazione, la Direttiva UE 2014/95, in materia di Dichiarazione Non Finanziaria (che, a partire dall'esercizio 2024, viene sostituita dalla più recente CSRD), già imponeva alla capogruppo l'obbligo di redigere una dichiarazione relativa alle politiche ambientali, sociali e di *governance* adottate dal gruppo, nonché ai rischi connessi all'attività esercitata. Tale obbligo è stato ulteriormente rafforzato dalla Comunicazione della Commissione del 2019 (COM 209/2019), che ha sottolineato l'importanza di includere anche i rischi di danno potenziale che i fattori ESG possono generare sull'impresa bancaria stessa, evidenziando così un approccio integrato alla valutazione dei rischi non finanziari (*double materiality*).

La direttiva CSRD, come anticipato, amplia significativamente il proprio ambito di applicazione, introducendo un quadro normativo più inclusivo e dettagliato. Oltre a ridurre i requisiti dimensionali[21], estende il suo raggio d'azione anche agli enti creditizi costituiti in qualsiasi forma societaria, includendo, tra i soggetti obbligati, le banche popolari che soddisfano i criteri per essere considerate enti di grandi dimensioni ai sensi della direttiva stessa, nonché le capogruppo dei gruppi bancari cooperativi, classificate come madri di grandi gruppi[22]. Come accennato nel primo paragrafo, la

[21] La CSRD si basa sulla definizione di grande impresa già prevista dalla Direttiva 2013/34, aggiornata per includere enti che rispettano almeno due dei seguenti requisiti: (i) stato patrimoniale superiore a 25 milioni di euro; (ii) ricavi netti superiori a 50 milioni di euro; (iii) media degli occupati nell'esercizio maggiore di 250 unità. Gli stessi criteri si applicano ai grandi gruppi, considerando che in questo caso i calcoli devono essere effettuati su base consolidata. Ne consegue che talune banche che risultano enti piccoli e non complessi secondo la normativa prudenziale del Regolamento UE 575/2013 vengono qualificate come grandi imprese o madri di grandi gruppi ai sensi della CSRD.

[22] Il decreto legislativo di recepimento del 6 settembre 2024, n. 125 definisce le "imprese madri" di gruppo, tenute alla rendicontazione di sostenibilità su base consolidata, sulla base della nozione introdotta dal d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127. Sicché il perimetro di consolidamento si àncora alle forme di controllo previste dall'art. 2359 c.c. Con la precisazione che, ai fini della redazione del bilancio consolidato, sono considerate controllate anche "*le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole*". Si tratta, per l'appunto, del caso del gruppo bancario cooperativo in cui il rapporto di influenza della capogruppo è esercitato sulla base del contratto di coesione. Cfr. F. SALERNO, *La nozione di controllo ai fini del bilancio consolidato*, in *Rivista Corporate Governance*, 2023, 544. Il tema del controllo contrattuale, seppure rapportato alla diversa figura dell'art 2359, comma

CSRD riserva agli enti piccoli e non complessi le stesse agevolazioni previste per le piccole e medie imprese (artt. 3 e 16, d.lgs. 125/2024). Nondimeno, tali agevolazioni non si applicano ai gruppi bancari cooperativi. Questi ultimi, infatti, sono tenuti a redigere la rendicontazione di sostenibilità su base consolidata, non potendo quindi essere classificati come enti piccoli e non complessi.

3. Come si è visto, la distinzione tra "*large and complex institutions*" e "*small and non complex institutions*", introdotta con l'obiettivo di superare le limitazioni insite nel tradizionale approccio a taglia unica, finisce per tradursi in un'applicazione del principio di proporzionalità più formale che sostanziale, lasciando irrisolta l'esigenza di un'effettiva graduazione normativa.

Del resto, nella prospettiva domestica, proprio la mancanza di sconti normativi alle banche di credito cooperativo dimostra che la categoria dell'ente piccolo e non complesso non è di per sé idonea ad adeguare la regolamentazione alle effettive dimensioni e al concreto profilo di rischio degli intermediari[23].

Come è intuitivo, questo approccio genera una serie di implicazioni non trascurabili sul piano dell'operatività bancaria. Criticità che emergono con particolare forza nelle banche di prossimità, caratterizzate da strutture organizzative ridotte e risorse limitate.

Questi istituti, pur non generando rischi ESG rilevanti (ma su questo profilo cfr. *infra*), sono comunque obbligati a destinare ingenti risorse umane, dallo *standing* qualificato, per garantire l'adeguamento e l'aggiornamento rispetto alle complesse normative richiamate. Il che non solo comporta un significativo impegno economico,

---

n. 3 c.c. è affrontato anche da R. FORMISANI, *Il contratto di coesione: possibili inquadramenti sistematici* in *Nuove opportunità e sfide delle banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di M. C. Cardarelli, Torino, 2017, 185; cfr. anche F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 399 ss..

[23] Chiarissimo sul punto, G. L. GRECO, *Per una lettura alternativa della proporzionalità nella regolazione bancaria europea*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, Milano, 2023, p. 131: "*La disciplina differenziata recentemente introdotta per taluni enti minori non appare però sufficiente, perché ridotta ad ambiti contabili e segnalatori e dunque troppo limitata rispetto all'ampio perimetro degli obblighi regolamentari*".

ma genera una pressione organizzativa che si accompagna a ingenti costi-opportunità legati all'obbligo di destinare alla funzione di conformità risorse proprie in misura sproporzionata rispetto alle attività e ai rischi assunti. Con l'effetto di limitare la capacità di investire in attività più redditizie o strategiche, riducendo al contempo la flessibilità operativa[24].

Un ulteriore aspetto non trascurabile riguarda la necessità di avvalersi di consulenti esterni, che assumono un ruolo fondamentale sia nella fase iniziale, sia in quella successiva, fornendo chiarimenti interpretativi sui molteplici aspetti normativi di rilievo e supportando gli intermediari nella gestione operativa.

Da questa prospettiva, i c.d. "costi di conformità", intrinsecamente rigidi nella loro natura prevalentemente fissa, risultano eccessivamente gravosi per tali enti, la cui struttura non consente di sfruttare appieno le economie di scala[25]. Con la conseguenza che la pressione economica riduce la redditività della banca e, in alcuni casi, ne mette a rischio la stessa sostenibilità.

Al contrario, per le banche realmente *significant* tali oneri crescono in misura contenuta rispetto alla crescita complessiva, ché la loro dimensione e diversificazione operativa consente di attenuarne l'impatto con maggiore efficacia.

Questa disparità mette in discussione le scelte di vertice del legislatore. La normativa, benché ispirata da obiettivi condivisibili di stabilità e trasparenza, rischia di favorire indirettamente la concentrazione del mercato, penalizzando gli operatori minori. In effetti, da più parti è stato sottolineato come un simile approccio appaia lesivo della concorrenza, giacché non riesce a garantire una competizione equa tra soggetti che partono da condizioni oggettivamente diverse[26].

---

[24] R. MASERA, *Regole e supervisione delle banche: approccio unitario vs modello per livelli e implicazioni per la morfologia del sistema delle banche*, *EU e US*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 4, 2015, p. 51.

[25] Come notato da M. ARRIGONI, E. R. RESTELLI, *Credito cooperativo e proporzionalità nel diritto bancario europeo*, Milano, 2024, p. 136, la funzione essenziale del principio di proporzionalità consiste nel "*mitigare l'incidenza dei costi fissi della regolamentazione, a beneficio di quegli intermediari di minori dimensioni che non dispongono di sufficienti economie dii scala*".

[26] Sul punto v. R. MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione Europea. Le sfide del Coronavirus e di Basilea IV*, Roma, 2021, 17 che sottolinea l'effetto di una «distorsione concorrenziale».

Quanto detto, peraltro, assume particolare rilievo nel contesto normativo attuale caratterizzato dal susseguirsi incessante di modifiche legislative, che determinano una regolamentazione ipertrofica dei mercati, spesso difficile da decifrare per gli enti creditizi chiamati ad adattarvisi[27]. Fenomeno che si manifesta con particolare intensità proprio nell'ambito della normativa ESG caratterizzata da un'espansione progressiva dell'ambito di applicazione e dal conseguente intensificarsi degli obblighi ad essa connessi.

4. Le conclusioni rassegnate nel paragrafo precedente evidenziano i limiti della rigidità della distinzione delineata dalla normativa europea, la quale si rivela inadeguata nel cogliere le complessità e le peculiarità che caratterizzano le banche di credito cooperativo.

A conferma della rilevanza delle problematiche emerse, si osserva come la stessa Banca d'Italia ha intrapreso talune iniziative volte a introdurre rimedi correttivi nel segno di un recupero della proporzionalità. Il riferimento principale corre alla circolare n. 285/2013, che, in materia di governo societario, remunerazioni, e perfino ICAAP e ILAAP ha sottratto le BCC all'applicazione della disciplina in materia di enti di grandi dimensioni, nonostante l'appartenenza al gruppo *significant*; in tale sede ha quindi introdotto una valutazione individuale della dimensione e complessità operativa delle singole BCC, consentendo, ove possibile, anche l'applicazione della disciplina prevista per la categoria degli enti piccoli e non complessi[28].

Tuttavia, i tentativi della Vigilanza, pur apprezzabili, di alleggerimento degli oneri normativi non hanno risolto alla radice il problema. Tant'è che le vibranti istanze dell'industria sono state portate sul tavolo della politica. In particolare, sulla falsariga del modello del Sistema di Tutela Istituzionale adottato dalle Raiffeisenkassen in Alto Adige SüdTirol, è stato proposto un disegno di legge di modifica della recente riforma

[27] Cfr EBA, *Study of the cost of the compliance with supervisory reporting requirements*, Report 15/2021, 21 ss.
[28] Cfr. BANCA D'ITALIA, circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, versione aggiornata alle successive modifiche, parte I, Titolo IV, cap. I e III.

del Credito Cooperativo con l'obiettivo di predisporre un sistema aggregativo differente dal gruppo, sempre finalizzato a valorizzare l'autonomia dei singoli istituti (d.d.l. Turco n. 136 della XIX legislatura). L'esame del disegno di legge è iniziato recentemente, nonostante fosse stato assegnato alle Commissioni parlamentari ancora nel gennaio 2023.

Va pure aggiunto che, a livello europeo, c'è stata una presa d'atto delle peculiarità del tessuto bancario di cui si discorre. In particolare, la CRDVI ha modificato l'art. 97, paragrafo 4, comma 2 della dir. 2013/36 richiedendo alle autorità competenti, ai fini della valutazione e revisione dell'ente, l'applicazione del principio di proporzionalità, tenendo in considerazione i rapporti di afferenza nel gruppo degli enti di credito che si qualifichino, per l'appunto, come enti del credito cooperativo. Si può apprezzare come il passo avanti compiuto rivesta senz'altro importanza, quantomeno nella sua dimensione di principio. Tuttavia, appare prematuro formulare conclusioni definitive circa l'effettiva portata applicativa della nuova posizione assunta, dovendo questa essere necessariamente verificata nella concretezza dei meccanismi attuativi.

5. Nel contesto delineato, pare a chi scrive che la via da seguire per dare concreta attuazione al principio di proporzionalità, consista nell'ancorare l'intensità applicativa delle prescrizioni normative all'effettivo profilo di rischio e al modello di *business* che contraddistinguono l'operatività della banca. In altri termini, l'applicazione della disciplina ESG deve variare in ragione delle caratteristiche intrinseche dell'impresa vigilata, tenendo conto di variabili quali la dimensione, la complessità organizzativa, la tipologia dei prodotti offerti e i mercati di riferimento.

Tale approccio consente di bilanciare le esigenze di controllo e vigilanza con le caratteristiche strutturali e funzionali degli enti creditizi.

Da questa prospettiva, le banche c.d. di prossimità si rivelano il paradigma ideale per verificare la validità di tale impostazione: la loro peculiare natura, intimamente connessa con le dinamiche economiche e sociali dei territori di riferimento, non solo ne evidenzia il basso profilo di rischio ESG, ma offre altresì un banco di prova per

ponderare, nel concreto, il principio di cui si discorre.

Nell'esperienza italiana, come si è avuto modo di ricordare, sono le banche di credito cooperativo che, almeno in linea generale, favoriscono un'intermediazione più vicina al territorio e per l'effetto si candidano a ganglio di sviluppo della comunità: da un lato nel senso di sostegno alle PMI e alle microimprese del territorio, dall'altro, nel senso di supporto alle fasce più svantaggiate della società in cui operano.

Il tema viene, in verità, a complessificarsi a séguito dei fenomeni di consolidamento in gruppo stimolati dalla necessità di garantire stabilità prudenziale mediante rafforzamento patrimoniale. L'emergere di una società capogruppo, costituita in forma di società per azioni, che svolge un ruolo di cinghia di trasmissione con le singole BCC[29] rappresenta una spinta verso la disgregazione del modello nativo. Tant'è che dottrina ha pure sottolineato che "[i]*l valore aggiunto del localismo (...) ha dovuto cedere il passo alla primaria esigenza di garantire la sana e prudente gestione della banca*"[30].

Questa osservazione non deve, tuttavia, condurre a una conclusione perentoria circa la perdita dell'identità territoriale delle banche di credito cooperativo. Nonostante la riforma e il processo di consolidamento che ne è derivato, le stesse continuano a preservare una natura intrinsecamente legata al territorio.

Del resto, questo profilo viene a rilevare sul piano normativo e statutario come vincolo all'operatività. Il riferimento corre all'art. 35 T.U.B. e allo Statuto tipo che, come noto, ne limita l'agire al comune ove la banca ha la sede o le proprie succursali, ovvero a quelli di provenienza di un certo numero di soci[31].

---

[29] R. SANTAGATA, *"Coesione" ed autonomia nel Gruppo Bancario Cooperativo*, in M. C. Cardarelli (a cura di), *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, Torino, 2017, pp. 95-96.

[30] Testualmente A. URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. trim dir. econ.*, 1, 2019, 124.

[31] Cfr A. URBANI, op. cit., 122; M. PELLEGRINI, sub *art 35*, in *Commentario al testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, 2018, Milano, 2018, 374. Anche in E. CUSA , *Beneficenza e mutualità nelle banche cooperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, 314, nota che «*facilitano un più stretto legame tra il luogo della raccolta del risparmio e il luogo del suo investimento riducendo così (...) la possibili impoverimenti dei territori*».

Il loro radicamento nella comunità di riferimento, che ne costituisce non solo il bacino di utenza, ma anche il fondamento del capitale sociale, permane quindi quale tratto distintivo. Anche nel nuovo assetto, il principio di mutualità – sebbene mediato da strutture sovraordinate – resta centrale, e le singole banche affiliate continuano a svolgere il ruolo di interlocutori privilegiati per famiglie, piccole e medie imprese e realtà locali. Questo radicamento si manifesta non solo nell'offerta di credito, ma anche attraverso iniziative sociali e culturali che rinsaldano il legame con il territorio.

Da questo angolo visuale, l'art. 37, comma 3, T.U.B. consente la destinazione di una quota di utili (seppure, in via residuale) ad attività di beneficenza finalizzate al conseguimento di un impatto sociale positivo[32].

Gli strumenti di conoscenza informale, l'ascolto dei bisogni locali e l'attenzione verso il microcredito rappresentano, insomma, un patrimonio operativo che la riforma non ha intaccato. È proprio in questa dimensione relazionale che le banche di credito cooperativo trovano la propria cifra distintiva rispetto agli istituti bancari più strutturati.

È dunque corretto sostenere che, pur inserite in un contesto regolamentare più complesso e in una struttura di gruppo apparentemente più distante dai territori, le banche di credito cooperativo non abbiano abdicato alla loro vocazione originaria. Al contrario, esse sembrano aver trovato un equilibrio che, se ben gestito, potrebbe tradursi in una valorizzazione del localismo come elemento competitivo, capace di dialogare con le esigenze di stabilità prudenziale senza rinunciare alla propria missione originaria.

In definitiva, il localismo delle banche di credito cooperativo non è stato soppiantato, ma ridefinito: non più come una dimensione esclusiva e autosufficiente, bensì come una peculiarità che trova spazio e ragione d'essere all'interno di un contesto più ampio e strutturato. Un localismo che, anziché svanire, si trasforma in

[32] E. CUSA, *op. cit.*, 327.

prossimità intelligente, capace di coniugare efficienza gestionale e attenzione ai bisogni delle comunità.

A dimostrazione di quanto detto, il legame profondo con il territorio, unito alla conoscenza delle sue dinamiche imprenditoriali e sociali, si è rivelato determinante per i risultati conseguiti dalle banche di credito cooperativo anche in contesti di crisi. Durante il periodo pandemico, ad esempio, gli enti creditizi cooperativi hanno mostrato una resilienza superiore rispetto al resto del sistema bancario[33]. Secondo un rapporto della Banca d'Italia[34], nel 2021 il credito cooperativo ha registrato le migliori *performance* del settore in termini di raccolta e gestione delle sofferenze: risultato particolarmente significativo se si considera che è stato ottenuto nonostante i rilevanti costi sostenuti per l'adeguamento al nuovo modello organizzativo introdotto con la riforma[35].

Questi dati confermano, insomma, che l'essenza mutualistica e la vicinanza alle comunità locali non solo permangono, ma costituiscono una leva competitiva fondamentale per affrontare le sfide in contesti economici complessi e imprevedibili.

Va poi aggiunto che, a differenza delle banche di maggiori dimensioni, le quali offrono un'ampia gamma di servizi ma si affidano spesso a modelli standardizzati e impersonali per l'erogazione del credito, le banche locali adottano con successo un approccio di "*relationship banking*" [36]**.** Questo modello consente di instaurare un rapporto diretto e personalizzato con il cliente, basato su una valutazione attenta e "su misura" delle sue necessità. L'erogazione del credito non si limita all'applicazione di

[33] Come osserva E. MACRÌ, *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo*, in *Riv. dir comm*., 46.5, 2019, 869: "*l'anticiclicità delle banche di credito cooperativo è strettamente legata alla loro struttura societaria. Il fatto di essere banche cooperative a mutualità prevalente determina una inevitabile maggiore conoscenza da parte dell'istitutivo bancaria del socio/cliente e quindi una più penetrante dimestichezza con il mercato locale. Ciò importa rapporti "sartoriali" con la clientela, cosa che le banche di maggiori dimensioni non riescono a garantire con la medesima efficienza*".

[34] Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale 2021, Roma 31 maggio 2022, p. 161.

[35] Sul punto, I. SABBATELLI, *Per un rinnovo della specificità operativa bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ*., n. 1, 2022, supplemento n. 3, p. 201.

[36] Cfr. E. MACRÌ, op. cit., p. 869; nonché G. FIENGO, *Mutualità e patrimonializzazione delle banche di credito cooperativo (riflessioni a margine del d.l. 14 febbraio 5 2016, n. 18, con. in L. 8 aprile 2016, n. 49*), in *Riv. Dir. Comm*., 2017, 1, p. 409.

parametri oggettivi e documentabili, ma considera anche le cosiddette "*soft informations*": informazioni qualitative, spesso non strutturate, che includono la conoscenza diretta dell'impresa, il contesto economico in cui essa opera e la reputazione personale dell'imprenditore[37]. Tali dati, raccolti nel corso di interazioni costanti con la clientela e la comunità, arrivano direttamente e senza filtri agli organi decisionali della banca. Questo approccio si rivela particolarmente efficace in un sistema economico come quello italiano, caratterizzato dalla presenza prevalente di piccole e medie imprese e da una limitata dipendenza dal mercato finanziario.

Le banche locali, quindi, giocano un ruolo cruciale nel ridurre le asimmetrie informative che spesso ostacolano il rapporto tra investitori e imprese. Attraverso il "*relationship banking*", esse non solo favoriscono l'accesso al credito per le realtà produttive locali, ma contribuiscono anche a preservare il tessuto imprenditoriale del territorio, promuovendo una crescita sostenibile e inclusiva[38].

[37] Il punto è messo in luce da D. CRIVELLARI, *L'insegnamento di Raffaele Mattioli e l'eclissi delle banche di prossimità*. *Un'ipotesi di compromesso*, in *Banca Impresa Società*, 2022, 53 osserva "Nelle grandi banche in cui ormai le deleghe sul rischio sono molto accentrate, le decisioni sono assunte in base all'esame delle *hard informations* tratte da documentazione ufficiale (bilanci, visure, eccetera) a volte non così attendibile, specie per le PMI. Le *soft informations*, anche se possedute dal front office, fisicamente più vicino al cliente, sono considerate meno determinanti, ammesso che riescano a risalire lungo la scala gerarchica della struttura decisionale".

[38] Le considerazioni in testo possono, almeno in parte, ripetersi con riferimento alle banche popolari di minori dimensioni. È vero che le c.d. "figlie spurie" del credito cooperativo presentano talune peculiarità distintive tali da configurarle come modello ibrido. Nondimeno le banche popolari con un attivo inferiore a 8 miliardi di euro – e come tali escluse dall'obbligo di trasformazione in società per azioni – hanno visto preservata la funzione mutualistica, pur con alcuni adattamenti (cfr. con visioni diverse, R. COSTI, *Verso un'evoluzione capitalistica delle banche popolari?,* in *Banca borsa, tit. cred.*, 2015, I, 575 ss, F. SALERNO, *La mutualità delle (restanti) banche popolari dopo il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 731 ss. A. MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo* in *Giur. Comm.*, 2019, I, specialmente 233, 234). Pur non imponendo un vincolo formale, la riforma delle banche popolari lascia spazio a un'ampia interpretazione nell'ambito dell'operatività territoriale. Tuttavia, parte della dottrina ha evidenziato un ritorno al criterio localista, legato alla vocazione originaria di queste istituzioni. Questo approccio si collega, in particolare, alla visione di chi considera la mutualità delle banche popolari essenzialmente come mutualità esterna, ossia orientata a servire e sostenere l'economia locale. In tale ottica, la funzione mutualistica non si esaurisce all'interno del rapporto tra i soci, ma si espande verso il territorio e le comunità di riferimento, attraverso l'erogazione di credito e altri servizi finanziari volti a favorire lo sviluppo economico locale. Questo modello continua a rappresentare un tratto distintivo delle banche popolari, soprattutto di minori dimensioni, che mantengono una relazione stretta con le esigenze del tessuto produttivo e sociale della propria area di operatività. L'adozione di una prospettiva localista non è priva di implicazioni. Da un lato, permette di consolidare il ruolo delle banche popolari come strumento di promozione e inclusione economica nelle aree meno servite da istituzioni di maggiori dimensioni; dall'altro, richiede di bilanciare

6. La banca di prossimità, con il suo radicamento territoriale e la stretta connessione con le comunità locali, può essere considerata un veicolo di diffusione dei rischi ESG o, al contrario, un presidio per la loro mitigazione attraverso un approccio responsabile e sostenibile?

La risposta al quesito riveste un'importanza cruciale, poiché consente di delineare le coordinate metodologiche necessarie per analizzare il ruolo delle banche di prossimità nella gestione dei rischi ESG. Tale analisi non si limita ad identificare le modalità con cui queste istituzioni interagiscono con i rischi ambientali, sociali e di *governance*, ma aiuta anche a definire il corretto ambito applicativo del principio di proporzionalità nel segno del necessario equilibrio tra l'intensità delle misure normative e di vigilanza, nonché la dimensione, il modello di *busines*s e il grado di esposizione concreto ai rischi ESG.

A me pare, per rimanere a livello di vertice, che l'attenzione allo sviluppo della

tale funzione con la necessità di operare in modo sostenibile in un contesto normativo sempre più stringente e competitivo (Cfr., in particolare, F. CAPRIGLIONE, sub *art 28*, in *Commentario al testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, 2018, Milano, 2018,306 e 307, là dove sottolinea che, pur nella consapevolezza di un *favor* della riforma verso un allargamento del territorio di operatività delle banche popolari, «*il collegamento della formula cooperativa al dato strutturale si risolve in via prioritaria, avendo riguardo all'interazione dell'ente con determinate comunità di riferimento*»). Se si sostiene che anche nelle banche popolari la mutualità venga recuperata primariamente nell'interesse dei soci, il localismo assume un duplice ruolo. Da un lato, si configura come un fattore aggregativo, capace di rafforzare il senso di appartenenza e di omogeneità all'interno della base sociale; dall'altro, rappresenta un elemento funzionale al corretto esercizio del voto capitario. Questo principio democratico, tipico delle banche popolari, trova nel radicamento territoriale un terreno fertile per garantire una gestione coerente con le specificità e i bisogni della comunità di riferimento (cfr. F. SALERNO, *La mutualità delle (restanti) banche popolari dopo il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 731 ss.; A. MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo* in *Giur. Comm.*, 2019, I, specialmente 233, 234). Inoltre, il localismo si qualifica come una vocazione con tratti spiccatamente identitari, che distingue il modello delle banche popolari rispetto ad altri tipi di istituzioni finanziarie. Esso non si limita a caratterizzare la *governance* interna, ma si riflette anche nella loro operatività, orientata a valorizzare le peculiarità economiche e sociali del territorio. In questo senso, il localismo non è solo un'espressione del radicamento geografico, ma diventa un elemento strutturale che lega strettamente l'identità dell'ente alla funzione mutualistica. Questa interpretazione del localismo, quindi, non solo contribuisce a rafforzare la coesione tra i soci, ma favorisce anche una maggiore responsabilizzazione degli stessi, creando le condizioni per un modello di gestione partecipativa che si integra armonicamente con la missione mutualistica delle banche popolari.

comunità non prescinde, ma presuppone il rispetto delle componenti ESG[39].

Seguendo questa linea, un primo riscontro immediato viene fornito dal versante sociale dei fattori ESG. Il fattore *S*, infatti, rappresenta un pilastro naturale e ontologico nell'attività delle banche di prossimità, in quanto il legame con il territorio e con le comunità locali non costituisce solo un tratto distintivo, ma la loro stessa ragion d'essere, definendone l'identità e la missione operativa. Da questa prospettiva, la convergenza tra l'agire delle banche di prossimità e il fattore sociale trova la propria cifra nella capacità di generare impatti positivi sulla comunità.

Il vasto orizzonte fornisce esempi concreti di come queste istituzioni riescano a declinare il fattore *S*, valorizzandone le potenzialità attraverso azioni mirate e radicate nel territorio.

Decisiva è la spinta verso un accesso inclusivo al credito. Una delle più significative manifestazioni del fattore *S* è proprio il sostegno a famiglie, piccole imprese e iniziative locali. La banca di prossimità agisce proprio come facilitatore dello sviluppo economico e sociale, promuovendo l'inclusione finanziaria e riducendo le disuguaglianze.

Non meno rilevante è il ruolo svolto con riferimento sia allo sviluppo del capitale umano, sia alla promozione della coesione sociale. Attraverso l'erogazione di finanziamenti mirati, la banca favorisce iniziative educative, culturali e di formazione professionale, contribuendo così alla crescita delle competenze e al miglioramento della qualità della vita nelle comunità locali. La banca di prossimità, poi, radicata nel tessuto sociale, svolge un ruolo fondamentale nel rafforzare i legami comunitari. Finanziando progetti con impatti positivi sul territorio (ad esempio, infrastrutture, servizi pubblici, attività culturali), favorisce la coesione e lo sviluppo armonico della società. Le risposte alle esigenze locali dipendono anche dalla conoscenza approfondita del territorio: la banca di prossimità è in grado di rispondere in maniera tempestiva e

[39] È solo il caso di precisare che la dimensione della banca non va intesa unicamente in termini geografici, ossia come mercato in cui l'ente opera, ma anche come vocazione a promuovere lo sviluppo e il benessere della comunità e del tessuto economico di riferimento.

mirata ai bisogni emergenti, come nel caso di calamità naturali o crisi economiche, mostrando così una flessibilità operativa che la rende un partner strategico per affrontare sfide locali con soluzioni su misura.

Ciò detto sul fattore *S*, che rappresenta l'essenza stessa della missione della banca di prossimità, tanto va pure predicato con riferimento all'aspetto ambientale e di *governance*, da intendersi propriamente come *governance* dell'intera comunità in cui la banca opera[40].

Seppur possa apparire scontato a livello di declamazione generale, il vero nodo della questione risiede nella consapevolezza che lo sviluppo di una comunità non può prescindere dal rispetto dell'ambiente in cui essa vive. L'ambiente, infatti, non è un elemento accessorio, ma una componente fondamentale che influenza profondamente il benessere sociale ed economico della comunità stessa.

La relazione tra comunità e ambiente è intrinseca e dinamica: uno sviluppo sostenibile deve garantire che il miglioramento delle condizioni sociali e la crescita economica non compromettano la qualità dell'ambiente, il quale, a sua volta, costituisce il substrato essenziale per la salute, la coesione sociale e la prosperità futura.

Nella concretezza del riscontro, emerge una naturale inclinazione degli enti creditizi, radicati in specifici ambiti territoriali, a favorire impieghi verdi**.**

Questo orientamento trova fondamento nella crescente integrazione dei criteri ESG, in particolare di quelli ambientali, nel processo di valutazione del merito creditizio. La direzione verso cui si muove la regolazione punta chiaramente a includere un'analisi del fattore *E* del beneficiario del finanziamento come parte integrante dell'*assessment* del rischio creditizio[41]. Da ciò discende che i rischi associati a eventi climatici o disastri naturali, unitamente ai rischi di inadempienza a essi connessi,

[40] Cfr. R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2023, I, p. 20 e ss.

[41] In tale senso si veda ABE; *Relazione finale sugli orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020, ABE, Relazione finale sulle line guida in materia di gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG), 8 gennaio 2025.

agiscono come forti leve per le banche di prossimità. Queste, proprio in virtù della loro maggiore esposizione e concentrazione in aree territoriali specifiche, sono particolarmente incentivate a erogare finanziamenti orientati alla sostenibilità. Tale comportamento è coerente con la natura finanziaria dei rischi ESG: sul fatto che possono, cioè, incidere direttamente sulla banca o indirettamente sulle sue controparti, compromettendo la solvibilità dei soggetti finanziati e, di riflesso, la stabilità dell'intermediario.

Nel contesto dato, le banche di prossimità, proprio in ragione del loro legame stretto con il territorio, sono, insomma, maggiormente predisposte a stimare e a considerare l'impatto dell'attività del soggetto finanziato sull'ambiente. Tale sensibilità deriva non solo dalla loro responsabilità verso la comunità locale, ma anche dalla consapevolezza che un ambiente compromesso rappresenta un rischio concreto per la continuità economica delle imprese locali, per la sicurezza dei finanziamenti concessi e, più in generale, per la sostenibilità del sistema creditizio territoriale.

In estrema sintesi, la banca di prossimità, nell'esercizio dell'attività creditizia, tende a generare minori rischi ESG rispetto alle grandi banche, grazie a una gestione del rischio più attenta alle specificità territoriali e alla concentrazione locale dei suoi interventi. Questo aspetto si collega ai diversi profili di rischio, quali, a titolo esemplificativo, quello di controparte, il rischio sistemico su altri sovvenuti e il rischio di deterioramento degli asset in garanzia.

Quanto alla prima dimensione, le imprese che esercitano attività potenzialmente inquinanti sono naturalmente esposte a responsabilità per danno ambientale e a possibili sanzioni legate al mancato rispetto delle normative ambientali[42]. Queste implicazioni, di per sé, generano un impatto negativo sulla valutazione del merito creditizio, rendendo meno probabile che la banca eroghi finanziamenti a tali soggetti. Tale attenzione è particolarmente rilevante per una banca di prossimità, che opera in un contesto in cui gli effetti delle attività inquinanti si

[42] In proposito fondamentale la sentenza Cass. civ. sez. Unite, 1° febbraio 2023, n. 3077, in *Foro it.*, 2023, 5, I, p, 1570 ss.

manifestano con maggiore evidenza a livello locale e possono compromettere la qualità complessiva dell'ambiente in cui essa stessa è radicata.

Gli effetti territoriali dell'inquinamento non si limitano al soggetto inquinante, ma possono propagarsi ad altre imprese e individui presenti nell'area. Ad esempio, un terreno inquinato da un'impresa potrebbe compromettere il valore patrimoniale del proprietario del terreno o causare danni ad altre attività economiche nell'area circostante. Sebbene il principio «chi inquina paga» attribuisca i costi del danno ambientale al responsabile diretto, è innegabile che i danneggiati debbano affrontare costi significativi, sia in termini economici (come la diminuzione del valore del capitale), sia in termini di tempi di attesa processuali e amministrativi per ottenerne la riparazione. Questo fenomeno incide, giocoforza, sulla solvibilità degli altri sovvenuti, aumentando indirettamente il rischio per la banca.

Infine, il finanziamento di opere o attività che impattano negativamente sull'ambiente circostante può anche compromettere i beni sui quali la banca ha garanzie patrimoniali dirette. Ad esempio, un immobile o un terreno utilizzato come garanzia può perdere valore a causa dell'inquinamento prodotto da attività finanziate. Sebbene le garanzie reali offrano una mitigazione del rischio e influenzino positivamente la valutazione degli attivi della banca, la loro efficacia dipende dalla qualità della garanzia stessa e dalla capacità della banca di liquidarla rapidamente e con costi contenuti. Un ambiente degradato rende indubbiamente la liquidazione più complessa e costosa.

Da queste brevi riflessioni emerge che il rifiuto di un finanziamento a imprese che potenzialmente causano danni ambientali non è solo una scelta etica, ma rappresenta una vera e propria strategia prudenziale per evitare una concentrazione eccessiva di rischi. La banca di prossimità, proprio per la sua connessione diretta con il territorio, è naturalmente orientata a stimare con maggiore accuratezza l'impatto ambientale delle attività finanziate. Ciò le consente di adottare politiche creditizie più sostenibili e di mitigare i rischi ESG, mantenendo al contempo un ruolo fondamentale nella promozione di uno sviluppo equilibrato e responsabile delle comunità locali.

Riportando il tema nel contesto più generale della riflessione, possiamo affermare che, ai fini della declinazione della disciplina in materia ESG nel segno della proporzionalità, si debba porre maggiore attenzione alla dimensione territoriale della banca, piuttosto che limitarsi, o comunque affidarsi in modo prevalente, a criteri quantitativi legati alla dimensione o complessità dell'ente.

Tale approccio consente di riconoscere e valorizzare le peculiarità operative delle banche di prossimità, il cui impatto è intimamente connesso al contesto socio-economico locale. Al contrario, l'adozione di criteri puramente quantitativi rischia di penalizzare istituzioni come le banche di credito cooperativo, la cui rilevanza territoriale è spesso più significativa della loro dimensione strutturale di gruppo (ma cfr. *supra*).

La dimensione territoriale, insomma, rappresenta un criterio fondamentale per declinare in modo concreto ed efficace il principio di proporzionalità nel prisma della disciplina ESG. Essa riflette l'effettiva interazione tra la banca e il territorio di riferimento, consentendo di calibrare gli obblighi normativi in base all'impatto reale delle attività dell'ente sulle dinamiche ambientali e sociali . Tale approccio scongiura l'applicazione uniforme della normativa e favorisce l'armonizzazione delle regole con le specificità operative e gli obiettivi delle singole istituzioni. Il che non solo risponde a un criterio di equità, ma rappresenta anche una scelta strategica per garantire la sostenibilità del sistema bancario nel suo complesso, in linea con le esigenze di sviluppo locale e con i principi fondamentali di proporzionalità e differenziazione.

7. In tale contesto, per acquisire una comprensione più ampia del fenomeno e delle possibili soluzioni, è utile volgere lo sguardo agli Stati Uniti, dove il sistema bancario è caratterizzato dalla presenza rilevante delle c.d. *community banks***.**

Queste istituzioni, fortemente radicate nei territori di riferimento, si basano su una conoscenza approfondita delle comunità locali e su un rapporto privilegiato con il tessuto delle piccole e medie imprese. L'importanza del modello di banca di relazione è riconosciuta unanimemente dal Congresso, dal Governo e dalle Autorità di vigilanza

e controllo, quali la *Federal Reserve* (FED) e la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) [43].

Nonostante i processi di consolidamento che hanno investito anche le banche di prossimità statunitensi[44], le *community banks* continuano a svolgere un ruolo cruciale nello sviluppo economico e sociale delle comunità locali. Grazie alla loro capacità di elaborare informazioni qualitative – le cosiddette "*soft information*", sopra richiamate – e alla flessibilità nei rapporti con i clienti, queste banche si distinguono nella concessione di finanziamenti di relazione, favorendo così lo sviluppo di economie locali resilienti.

Le specificità operative di queste banche trovano oggi riconoscimento in un quadro regolamentare improntato a un approccio su misura (*tailored approach*). Dopo la promulgazione del *Dodd-Frank Act (*DFA*)* nel 2010, volto a rafforzare la stabilità finanziaria e prevenire i rischi sistemici emersi con la crisi del 2007-2008[45], il sistema bancario statunitense è stato sottoposto a un regime normativo particolarmente stringente. Sebbene il DFA perseguisse dichiaratamente il principio di proporzionalità,

[43] In questi termini l'attuale presidente della FED J. POWELL, *Community Banking: Connecting Research and Policy Remarks*, *Federal Reserve Conference*, St. Louis, October 3, 2013, reperibile al link https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20131003a.htm. In uno dei suoi primi *speech* tenuti in veste di presidente della FED, J. POWELL ha ribadito l'impegno della *Federal Reserve* a ridurre l'onere normativo per le *Community Banks*, assicurando che la regolamentazione non sia più gravosa del necessario, senza compromettere la sicurezza e la solidità del sistema: "*The Fed will continue to focus on reducing the regulatory burden for community banks, and without losing any safety and soundness, try to make sure that our regulation is no more burdensome than it needs to be*".

[44] Il processo di consolidamento bancario negli Stati Uniti ha ridotto significativamente il numero delle *community banks* di minori dimensioni (con *total assets* inferiori a 100 milioni di dollari). Per contro, il consolidamento delle banche non ha comportato una diminuzione del volume complessivo degli attivi né del numero o del ruolo delle banche di comunità di medie dimensioni, le quale, sebbene generalmente più piccole rispetto alle LSI europee, hanno registrato una crescita sia in termini di quantità che di attivi complessivi (FDIC Community Banking Study, December 2020, reperibile al link https://www.fdic.gov /resources/community-banking/report/2020/2020-cbi-study-full.pdf p. VIII; cfr. anche R. MASERA, *Community banks e banche del territorio: si può colmare lo iato sui due lati dell'Atlantico?*, Roma, 2019, p. 34).

[45] Nel suo telaio essenziale, il Dodd-Frank Act (DFA) ha fissato requisiti prudenziali variabili in base alla dimensione o all'importanza sistemica delle organizzazioni bancarie. Al riguardo, ha creato soglie per diverse normative prudenziali in base alle dimensioni degli attivi, fissando i limiti a $1 miliardo, $10 miliardi e $50 miliardi di attivi. Tuttavia, nell'ottica di una maggiore stabilità sistemica, ha rafforzato le procedure di *stress test* e, con specifico riferimento alle *Community Banks*, ha introdotto significativi rafforzamenti patrimoniali, con ciò favorendo la chiusura delle banche più piccole, meno redditizie ed efficienti.

in pratica ha introdotto rigorosi *stress test* e severi requisiti patrimoniali che hanno favorito la chiusura di molte banche di minori dimensioni, meno redditizie o con scarsa efficienza operativa.

Un cambio di direzione si è registrato con l'*Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* (S. 2155, P.L. 115-174), approvato dal Congresso il 24 maggio 2018 ed entrato in vigore nel gennaio 2020. Questa riforma ha introdotto un approccio regolamentare maggiormente flessibile, graduando gli interventi normativi e di vigilanza in base al grado di rischio e al modello di *business* di ciascuna banca. In particolare, il nuovo sistema ha alleggerito i requisiti di liquidità e ridotto i costi di *compliance* per le *community banks*, evitando oneri sproporzionati rispetto al limitato impatto che queste istituzioni hanno sui rischi sistemici[46].

Nel solco dell'impostazione tracciata dalla riforma del 2018, si colloca il programma di supervisione introdotto nel giugno 2019 dalla *Federal Reserve*, noto come *Bank Exams Tailored To Risk* (BETR). Questo programma è stato concepito per introdurre una sorveglianza "su misura" (*tailor-made*), adattata ai profili di rischio specifici di ciascun ente bancario, in linea con il principio secondo cui "*a one-size-fits-all approach to supervision is often not appropriate*" [47].

[46] Tra le novità più rilevanti introdotte dalla riforma del 2018 si segnala un alleggerimento del carico normativo gravante sulle *Community Banks* (si parla al riguardo di "*regulatory relief*"), le quali sono state almeno in parte esentate, fra l'altro, dai "cuscinetti aggiuntivi" di capitale e dai vincoli di liquidità e dalle metodologie più complesse di *risk management*. Inoltre, è stato alleggerito il contenuto e ridotta la frequenza degli obblighi reportistica (*call report*). La riforma ha altresì innalzato la soglia per la "*enhanced regulation*" da 50 a 250 miliardi di dollari, con il risultato che tutte le banche con un attivo consolidato inferiore a 250 miliardi di dollari e una raccolta all'ingrosso di fondi a breve termine inferiore a 50 miliardi di dollari sono state esentate dall'applicazione integrale della disciplina in materia di requisiti di liquidità e di capitale aggiuntivi. Sul punto, cfr. D. W. PERKINS, *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* (P.L. 115-174) *and Selected Policy Issues*, aggiornato al 6/6/2018, in *Congressional Research Service* (reperibile al link https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R45073) e 84 *Federal Register* 59230, *Changes to Applicability Thresholds for Regulatory Capital and Liquidity Requirements*, par. IV e VI (reperibile al link https://www.federalregister.gov/documents/2019/11/01/2019-23800/changes-to-applicability-thresholds-for-regulatory-capital-and-liquidity-requirements)

[47] Cfr. J. L. YELLEN, *Tailored supervision of the community banks*, speech at the independent community bankers of America Washington Policy Summit, Washington D.C., May 1/5/2014, che osserva: "*The first step is taking a disciplined approach to judging which supervisory policies should apply to community banking organizations. This involves not only weighing the costs and benefits of proposed rules and their implementation, but in some cases also asking whether it makes sense for a*

In estrema sintesi, il programma BETR si pone l'obiettivo di ridurre al minimo gli oneri regolamentari gravanti sulle banche[48], focalizzandosi sui rischi più rilevanti affrontati da ciascuna istituzione, come il rischio di credito, di liquidità e di redditività[49]. Questo approccio innovativo si basa su un'analisi rigorosa e dettagliata dei dati, finalizzata a misurare il grado di rischiosità di ogni banca. Attraverso questa analisi, il programma BETR consente di allineare le risorse di supervisione in modo proporzionale al livello di rischio identificato[50].

Un elemento centrale del programma è la classificazione delle dimensioni di rischio in tre categorie: alto (*high*), moderato (*moderate*) o basso (*low*). Tale classificazione permette alle autorità di vigilanza di semplificare le attività di supervisione per le banche a basso rischio, attraverso programmi di esame semplificati (*streamlined examination work programs*). Al contrario, alle banche con profili di rischio elevato viene dedicata una maggiore attenzione e supervisione intensiva (*enhanced supervisory attention*).

L'introduzione di un "*tailored approach to risk*" offre diversi benefici per l'intero sistema bancario. Da un lato, alleggerisce le banche meno rischiose dal peso eccessivo degli oneri regolamentari e dei costi di conformità, favorendo un utilizzo più efficiente delle risorse. Dall'altro, consente alle autorità di concentrarsi con maggiore efficacia sui soggetti che presentano livelli di rischio significativi, garantendo così una vigilanza più mirata e reattiva. Inoltre, contribuisce a identificare tempestivamente segnali di potenziali incrementi del rischio, rafforzando la capacità del sistema di prevenire e

specific policy to apply to community banks".

[48] Tale obiettivo emerge sin dalle prime righe della *Supervision and Regulation Letters* 19-9 con cui la FED ha presentato il BETR program (reperibile al link https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/sr1909.htm), là dove si evidenzia che un siffatto approccio alla supervisione "*is then tailored to reflect the levels of risk present and minimize regulatory burden for the bank*".

[49] Attualmente, il BETR *program* si occupa delle seguenti aree di rischio: capitale, credito, redditività, liquidità, tasso di interesse e titoli d'investimento. Tuttavia, considerato che nei mercati moderni il rischio viene assumendo dimensioni inusuali, eccentriche rispetto ai tradizionali rischi finanziari, il programma BETR è in costante aggiornamento per adeguare le metriche di misurazioni alle nuove tipologie di rischio.

[50] Ciò è reso possibile grazie a un insieme di metriche di sorveglianza che utilizzano diversi indicatori, incluso il *Call Report* (rapporto trimestrale sulla condizione e sul reddito), per classificare ciascuna dimensione di rischio.

gestire situazioni critiche.

In definitiva, il programma BETR rappresenta un passo avanti significativo nell'evoluzione della supervisione bancaria, combinando principi di proporzionalità e flessibilità con una gestione dei rischi più accurata e personalizzata. Questo modello, adattabile alle specificità operative delle singole banche, risponde in maniera efficace alle esigenze di un sistema bancario sempre più diversificato e complesso.

La medesima impostazione è stata recentemente utilizzata anche sul piano definitorio.

A fronte di un dato positivo incentrato su un criterio di natura quantitativa, come le dimensioni degli attivi[51], si è diffusa la consapevolezza che una soglia numerica, di per sé, risulta riduttiva: tale impostazione non considera, infatti, la complessità delle banche di comunità, le cui caratteristiche non sono esclusivamente legate a dati puramente dimensionali. In questa prospettiva, si è delineata una definizione di *community bank* di natura funzionale, che tiene conto di una combinazione di fattori. Oltre alla dimensione degli attivi, la definizione integra elementi quali il piano aziendale della banca, l'area geografica di operatività e il numero di filiali. Un approccio multidimensionale che permette di soppesare più accuratamente il ruolo e l'impatto di queste istituzioni sul territorio.

Tale impostazione affonda le proprie radici in uno studio condotto dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) nel 2012[52], che ha evidenziato i limiti intrinseci di un sistema definitorio basato esclusivamente su criteri quantitativi. In primo luogo, la FDIC ha sottolineato che qualsiasi parametro basato su un valore monetario è per sua natura variabile e deve essere periodicamente adeguato per tenere conto di fattori quali l'inflazione, la crescita economica e le trasformazioni del settore bancario. Questo

[51] L'approccio quantitativo è declinato secondo due metriche, che distinguono a seconda che il totale attivo delle *Community Banks* sia inferiore a 1 miliardo o a 10 miliardi.

[52] FDIC Community Banking Study, December 2012, reperibile al link https://www.fdic.gov/resources/community-banking/report/2012/2012-cbi-study-full.pdf. La definizione di community banks ivi proposta è stata confermata anche nell'aggiornamento più recente dello studio di dicembre 2020 (FDIC Community Banking Study, December 2020, reperibile al link https://www.fdic.gov/resources/community-banking/report/2020/2020-cbi-study-full.pdf.).

rende poco affidabile una definizione stabile nel tempo. In secondo luogo, è stata rilevata l'assenza di una correlazione diretta tra la dimensione di una banca e i connotati tipici delle banche di comunità. Tali caratteristiche – come la vicinanza alle esigenze delle comunità locali, il radicamento territoriale e il *focus* su finanziamenti di relazione – si legano prevalentemente al modello operativo e agli obiettivi aziendali.

Da questo prisma, emerge come alcuni enti di minori dimensioni possano sviluppare specializzazioni operative che si discostano in modo significativo dalle tradizionali funzioni di raccolta del risparmio e concessione del credito a livello locale. Al contrario, vi sono istituti di dimensioni maggiori che, nonostante la loro scala operativa più ampia, continuano a svolgere queste attività fondamentali. Questa constatazione evidenzia la necessità di superare le generalizzazioni basate esclusivamente sulla dimensione degli enti. La *Federal Deposit Insurance Corporation* sottolinea, a tal proposito, l'importanza di analizzare in modo dettagliato la struttura operativa e organizzativa di ciascuna istituzione bancaria: solo attraverso una valutazione concreta delle modalità operative, della gamma dei servizi offerti e dell'estensione geografica della loro attività è possibile coglierne la vera natura e il ruolo all'interno del sistema finanziario e sociale[53].

[53] A tal fine, l'approccio definitorio di natura funzionale si avvale di diversi indici rivelatori della prossimità territoriale. Un primo indice concerne la natura dell'attività svolta. In tal senso, vengono escluse dal perimetro delle *community banks* quegli istituti bancari che si dedicano prevalentemente a fornire servizi diversi dall'intermediazione bancaria tradizionale.
Un secondo indice riguarda l'estensione dell'area geografica di operatività della banca di comunità. A questo proposito, vengono impiegati criteri che guardano al numero di filiali presenti, ai depositi presenti in ciascuna filiale e all'estensione territoriale delle *community banks* (che possono espandersi fino a tre diversi stati e fino a due grandi aree metropolitane). Aderendo a un approccio definitorio di natura funzionale, lo studio della FDIC ha individuato 6.524 Community banks attive sul territorio statunitense. Di queste, 330 istituti, superando il limite di 1 miliardo di dollari di *total assets*, sarebbero classificati come "*non-community banks*" qualora si adottasse una definizione rigidamente basata sulle dimensioni degli attivi. La qualificazione di queste *institutions* più grandi come banche di comunità dimostra che l'impiego di soli parametri quantitativi per classificare le *community banks* comporterebbe il rischio di escludere istituti che, pur presentando caratteristiche dimensionali differenti, condividono con le altre banche di comunità le medesime specificità operative e territoriali. Nelle tracce di questa nuova impostazione, si può allora concludere, richiamando le parole di Rainer Masera, che "*le banche di prossimità possono essere sia banche di comunità definite in senso stretto, sia grandi banche che abbiano conservato nei processi di aggregazione il DNA del radicamento territoriale, con memoria costantemente aggiornata del patrimonio informativo sul territorio di riferimento".* Così R. MASERA, *Community banks e banche del territorio: si può colmare lo iato sui due lati dell'Atlantico?,* cit., p. 55.

A ben vedere, si è di fronte ad un'evoluzione concettuale che riflette un cambiamento significativo nella percezione e nella classificazione delle banche di comunità, enfatizzando il ruolo centrale della loro funzione rispetto al territorio, piuttosto che la loro grandezza. Una definizione di tipo funzionale consente di intercettare con maggiore precisione l'essenza di queste banche e il loro contributo al sistema economico e sociale, allineandosi meglio con i principi di proporzionalità e adeguatezza normativa.

8. In conclusione, il modello normativo statunitense, con il suo approccio calibrato e flessibile, rappresenta un interessante *driver* di cambiamento per il contesto europeo, specialmente nel quadro dell'applicazione della normativa ESG. L'esperienza delle *community banks* americane, che coniuga il principio di proporzionalità con una valorizzazione delle specificità territoriali e operative, offre spunti concreti per una riforma più inclusiva ed efficace del sistema regolamentare europeo.

Le banche di prossimità, con il loro radicamento nei territori e il legame diretto con le comunità locali, costituiscono attori strategici nella transizione verso un'economia sostenibile. La loro capacità di intercettare le esigenze del territorio e di operare come catalizzatori di sviluppo locale le rende strumenti imprescindibili per il raggiungimento degli obiettivi ESG.

Tuttavia, per realizzare appieno questo potenziale, è necessario che il quadro normativo europeo superi una visione uniformante, spesso basata su criteri puramente quantitativi, e adotti un approccio maggiormente funzionale e differenziato, capace di riconoscere e valorizzare le peculiarità operative delle singole banche.

L'applicazione flessibile della normativa ESG, sul modello di quanto avviene con il "*tailored approach*", dovrebbe costituire il fulcro di questa riforma. Ciò implica una regolamentazione che non gravi le banche di prossimità di oneri sproporzionati rispetto alla loro effettiva operatività e ai rischi sistemici posti, bensì che ne esalti il ruolo come promotrici di sostenibilità economica, sociale e ambientale. Tale impostazione consentirebbe non solo di proteggere il tessuto delle banche locali, ma

anche di sfruttarne appieno le potenzialità come strumenti di cambiamento.

In questa prospettiva, la normativa ESG non è solo un insieme di obblighi, ma un'opportunità per ridisegnare il sistema bancario europeo secondo principi di sostenibilità e mutualità, recuperando una dimensione valoriale che il credito cooperativo può efficacemente incarnare. Solo attraverso una regolamentazione sensibile alle specificità locali sarà possibile armonizzare gli obiettivi di stabilità finanziaria con le nuove istanze di tutela ambientale e sociale, rafforzando il ruolo delle banche di prossimità nella costruzione di un sistema economico più equo e resiliente.

Filippo Sartori

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Trento

INVESTIMENTI TEMPORANEI IN SOCIETÀ DI CAPITALI E PARTECIPAZIONI "AUTOESTINGUIBILI"* **

(Temporary investments and self-extinguishing shareholdings)

ABSTRACT: *Lo scritto esplora le caratteristiche e le condizioni di ammissibilità di partecipazioni sociali "autoestinguibili" nel diritto comune delle società di capitali. In coerenza con le origini della figura nella disciplina speciale delle società miste, l'indagine attribuisce rilievo centrale al collegamento funzionale della temporaneità della partecipazione sociale con la sottostante operazione finanziaria che la giustifica, che reagisce sui termini economici del rapporto sociale. Si approfondiscono quindi i limiti all'autonomia statutaria nella configurazione del diritto patrimoniale di liquidazione della quota al socio uscente, escludendosi la compatibilità di un'estinzione senza liquidazione di partecipazioni a termine con la causa lucrativa del contratto di società (ancor prima che per contrasto con il divieto del patto leonino) e reputandosi invece ammissibile una condizione risolutiva di "auto-estinzione" senza liquidazione al conseguimento del rimborso del valore attuale della partecipazione sociale temporanea. L'indagine procede all'individuazione di criteri e procedimento di liquidazione ed estinzione della partecipazione temporanea, passando infine ad individuare i possibili accorgimenti statutari per la prevenzione della riduzione del capitale e dello scioglimento della società.*

The paper explores characteristics and conditions of "self-extinguishing" shareholdings in the italian corporate law. According to their origins, the investigation attributes crucial importance to the financial operation justifying the temporariness of the shareholding. In this light, an extinction without liquidation of fixed-term shareholdings

* Contributo approvato dai revisori.
** Il contributo apparirà anche nella Rivista di diritto societario e nel Liber amicorum *Giuseppe Santoni*.

is considered conflicting with the profit-making cause of the company contract (even before with the prohibition of patto leonino), instead it is lawful a resolutive condition of "self-extinction" without liquidation upon obtaining reimbursement of the current value of the temporary shareholding. The investigation proceeds to examine criteria and procedure for liquidation and termination of temporary participation, finally moving on to identify the possible statutory measures for the prevention of the capital reduction and companies dissolution.

SOMMARIO: 1. Origini, caratteri e funzione economica. – 2. Il potenziale "valore aggiunto" di una partecipazione sociale "oggettivamente" temporanea nella s.p.a. e nella s.r.l. – 3. Le modalità di configurazione nella s.p.a. e nella s.r.l. – 4. Condizioni di legittimità della figura: criteri di liquidazione e divieto del patto leonino. – 5. *Segue.* Inammissibilità dell'estinzione senza liquidazione di partecipazioni sociali "a termine". – 6. *Segue*. Legittimità della condizione risolutiva di "auto-estinzione" senza liquidazione al conseguimento del rimborso del valore attuale della partecipazione sociale temporanea. – 7. Criteri di liquidazione e di estinzione della partecipazione "oggettivamente" temporanea. – 8. Procedimento di liquidazione (cenni). – 9. La prevenzione statutaria della riduzione del capitale e dello scioglimento della società: riserve targate e convertibilità di partecipazioni autoestinguibili in azioni (o quote) ordinarie.

1. Nell'odierna riflessione sistematica sugli strumenti di "finanza alternativa" spiccano le partecipazioni sociali a tempo "autoestinguibili", già da qualche tempo additate nella prassi operativa quali convenienti canali di finanziamento di specifici progetti imprenditoriali innovativi intrapresi da società di capitali a struttura chiusa e di recente impiegate in rilevanti operazioni di "*business combination*"[1]. Tali partecipazioni sociali temporanee offrono il vantaggio – vieppiù apprezzato nella delicata fase di *start-up* dell'impresa – dell'imputazione delle risorse ottenute a capitale sociale (*equity*), rendendo la società più solida ed affidabile e, di riflesso, meritevole di ottenere credito bancario a condizioni più favorevoli.

[1] Il riferimento è all'operazione di *business combination* tra Indistar 4 e Sicily by Car, che ha visto la qualificazione di una certa quantità di azioni ordinarie come "auto-estinguibili" ed ha destato l'attenzione della Circolare Assonime, n. 6/2023, in *Riv. not.*, 2024, 384, nt. 2.

Agli investitori – convenzionalmente (ma atecnicamente) indicati come "finanziatori" – si assicura il notevole vantaggio di un automatico disinvestimento ad un termine prefissato, con conseguente facoltà di impiegare quanto liquidato nelle imprese che, in quel dato momento storico, presentino le migliori prospettive reddituali, così rispondendo alle tipiche strategie dei fondi di *venture capital*: in particolare, la duplice certezza dell'*exit* a termine ed a condizioni predefinite costituisce essenziale stimolo alla sottoscrizione del capitale di rischio di piccole e medie imprese innovative.

La maggiore aleatorietà di quest'investimento, dipendente anche dall'assenza di un mercato secondario dei titoli, richiede tuttavia un bilanciamento con diritti patrimoniali rafforzati, soprattutto nel breve termine, coadiuvati – al fine di assicurarne l'effettività in sede di preparazione ed esecuzione dell'*exit* – con più incisivi diritti di *voice* (nomina e revoca di uno o più amministratori) e di informazione degli investitori (talora persino più che proporzionali rispetto all'entità della partecipazione sociale dei "finanziatori")[2], di cui non sono invece provvisti obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi, titoli di debito nella s.r.l., privi del diritto di voto in assemblea (generale) della società.

L'automatico effetto estintivo della partecipazione sociale acquisita dai soci "finanziatori" a termine prospetta, ai soci "imprenditori", il vantaggio di mantenere saldo il controllo della società nel medio-lungo periodo.

Illustrata in estrema sintesi la funzione economica dell'istituto, pare interessante una breve ricostruzione delle sue origini.

La configurazione di "partecipazioni sociali a tempo" – collegate a specifici affari od a programmi di riqualificazione ed ammodernamento aziendale – era stata già ipotizzata all'indomani della ridefinizione della disciplina delle azioni di risparmio nel

[2] Cfr., anche per un'aggiornata panoramica sull'esperienza statunitense del *corporate venture capital*, C.A. NIGRO-ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, spec. 159 s.; TULLIO, *Gli investimenti* corporate *nelle start-up: il* corporate venture capital, *ibidem*, 112 ss.

Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito TUF), come uno dei possibili corollari della più ampia autonomia riconosciuta all'atto costitutivo nella determinazione dei diritti incorporati in esse (art. 145)[3]. Epperò, nei venticinque anni trascorsi da quella previsione, le azioni di risparmio "a tempo" non risultano aver incontrato l'interesse degli operatori probabilmente per due ragioni: *i*) in una società quotata, il disinvestimento è comunque assicurato dalla vendita dei titoli sul mercato, sicché è per definizione assente la principale funzione economica di una partecipazione temporanea in una piccola e media impresa, consistente nel neutralizzare il rischio di impossibilità di smobilizzo di ingenti capitali ove manchi un mercato secondario dei titoli; *ii*) i soci "finanziatori" a termine nutrono di regola, come testé evidenziato, l'interesse ad un incisivo intervento, ad una costante partecipazione nella gestione della società sovvenuta e le azioni senza diritto di voto non consentono, per definizione, il perseguimento di questi obiettivi strategici.

Più recentemente, le "partecipazioni a tempo" sono state evocate in qualche approfondimento sui limiti alla configurazione di categorie speciali di azioni "atipiche" alla luce del nuovo testo dell'art. 2348, 2° comma, c.c. (come riformulato nel 2003)[4]; e poi, soprattutto, nel diverso e peculiare contesto delle società a partecipazione mista pubblico-privata, traendo spunto dall'art. 17, 3° comma, del Testo unico delle società a partecipazione pubblica (d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175, di seguito TUSP), ove si prevede che «la durata della partecipazione privata alla società … non può essere superiore alla durata dell'appalto o della concessione».

Nelle società miste la necessaria temporaneità della partecipazione del socio privato trova però specifica ragione nella sua selezione all'esito di una c.d. gara a doppio

[3] Cfr. in particolare, coltivando lo spunto possibilista di FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*; "vingt ans après", in *La riforma delle società quotate*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998, 234 s., DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999, 264, nt. 91; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 1184 s., ove anche segnalazione delle ragioni del probabile insuccesso dell'emissione di "azioni di risparmio a tempo".

[4] E v., con soluzione permissiva, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 98; e, in prospettiva più generale, PARODI, *L'uscita programmata dal contratto*, Milano, 2005, 101 ss.

oggetto: la procedura di evidenza pubblica espletata a tal fine «ha a oggetto, al contempo, la sottoscrizione o l'acquisto della partecipazione societaria da parte del socio privato e l'affidamento del contratto di appalto o di concessione oggetto esclusivo dell'attività della società mista» (art. 17, 1° comma, TUSP). Se ne deduce che la partecipazione sociale del socio privato non può sopravvivere all'estinzione del suo presupposto (contratto di servizio, appalto o concessione).

Non deve però trascurarsi che l'art. 17, 3° comma, 2° pr., TUSP non contempla affatto una partecipazione sociale "autoestinguibile", limitandosi ad esplicitare l'effetto dello «scioglimento del rapporto societario in caso di risoluzione del contratto di servizio» ed a rinviare allo statuto della società la previsione di «meccanismi idonei» alla sua realizzazione [5].

Al cospetto di tale generico rinvio all'autonomia statutaria, una dottrina ha allora escogitato – quale alternativa a clausole cc.dd. di *drag along* che sanciscano obblighi di co-vendita a carico del soggetto privato od alla previsione di azioni o quote del socio privato «"riscattabili" per decisione unilaterale del socio pubblico» – «partecipazioni "a tempo", destinate cioè ad estinguersi in esito allo scioglimento o conclusione dell'appalto o alla scadenza della concessione, anche in virtù di esclusione automatica»[6]; più esattamente, mentre in un approfondimento condotto prima del TUSP si suggeriva[7] di conseguire l'effetto di "temporaneità" della partecipazione

[5] Tale previsione si potrà però omettere quando la società mista sia costituita per la stessa durata del contratto pubblico oggetto di affidamento (AICARDI, *Società miste e affidamento di contratti pubblici*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 782).

[6] Così, in particolare, GUERRERA, *Le società a partecipazione mista pubblico-privata (art. 17 TUSP)*, in *Le "nuove" società partecipate e in house providing*, a cura di Fortunato e Vessia, Milano, 2017, 120.

[7] Sempre da GUERRERA, *Lo statuto della nuova società «a partecipazione mista» pubblico-privata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, I, spec. 559 e 561, che si era invece limitato ad ipotizzare: con riferimento alla s.r.l., accanto al diritto di riscatto della partecipazione del *partner* privato da parte del socio pubblico, la previsione delle clausole di *drag along* che sancissero «obblighi di co-vendita a carico del socio privato, con adeguate garanzie sul piano del corrispettivo del disinvestimento, correlati a una successiva ponderata decisione di privatizzazione totale e conseguente affidamento esterno del servizio pubblico»; con riguardo alla s.p.a., «azioni riscattabili (art. 2437 *sexies* c.c.), la cui previsione consente alla società mista o, in via diretta, al socio pubblico di limitare e collegare temporalmente la partecipazione del privato alla «vita economica» di un dato progetto di investimento, riorganizzazione e gestione del servizio pubblico, predisponendo un efficace (ed equo) meccanismo statutario di ricambio del *partner* privato, suscettibile di essere impiegato, al bisogno, in situazioni patologiche»; e cfr., pure, MALTONI-

sociale avvalendosi delle azioni riscattabili o delle clausole di *drag along*, al lume del nuovo impianto normativo le partecipazioni "a tempo" vengono sostanzialmente emancipate ad istituto autonomo, *alternativo* ai primi due.

Le prospettive di un'estensione della figura alle società di diritto comune hanno suscitato il crescente interesse della prassi notarile, alla quale va riconosciuto l'indiscutibile merito della chiara identificazione dei suoi contorni[8], ancorché gli argomenti offerti in relazione alle sue condizioni di ammissibilità suscitino qualche perplessità e meritino un riesame sistematico alla luce dei princìpi generali di diritto societario.

Punto di partenza dovrebbe essere, a mio giudizio, il riconoscimento di uno specifico rilievo giuridico alla sottostante operazione finanziaria giustificativa della temporaneità della partecipazione sociale, che costituisce un fondamentale tassello della fattispecie delineata dall'art. 17, 3° comma, TUSP, palesato dalla stretta correlazione tra «*scioglimento del rapporto societario*» e «*risoluzione del contratto di servizio*»[9]: soltanto a questa condizione, potrebbe effettivamente rinvenirsi nel dato normativo ora citato un appiglio per l'esportazione della figura alle società di capitali di diritto comune. E la valorizzazione di siffatto collegamento con il retrostante referente causale consentirebbe di cogliere il rilievo operativo (oltreché finanziario)

RUOTOLO, *La costituzione di nuova società a partecipazione mista pubblico-privata: statuti delle s.p.a., delle s.r.l., speciali categorie di azioni e patti parasociali (art. 17 T.U. società a partecipazione pubblica)*, C.N.N. – Studio di Impresa n. 298-2016/I, in *Studi e materiali CNN, 2017, 234 ss., i quali, pur* discorrendo di «partecipazione sociale a tempo», si riferivano essenzialmente alle azioni riscattabili per poter realizzare l'obiettivo richiesto dall'art. 17, 3° comma, TUSP.

[8] Il riferimento è all'*Orientamento* n. 66/2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Le partecipazioni sociali a tempo*, pubblicato in *Quaderni DB*, n. 1 (luglio) 2019, a cura di Sacco Ginevri, con commento di PEZONE, *Le partecipazioni sociali a tempo*, a 18 ss.; ed alla *Massima* n. 190 (*Azioni e quote auto-estinguibili*) del Consiglio Notarile di Milano, pubblicata in *Quaderni DB*, n. 1 (giugno) 2021, a cura di Rescio, con commento di CORSICO, *Le partecipazioni sociali "a tempo" e "auto-estinguibili"*, a 97 ss.

[9] Come evidenziato dalla giurisprudenza amministrativa (v., ad es., le decisioni citate da CODAZZI, *Le società miste*, in *Le società a partecipazione pubblica. Commentario tematico ai d.lgs. 175/2016 e 100/2017*, diretto da Ibba e Demuro, Bologna, 2018, 292, in nota 48), è insito nella gara c.d. «a doppio oggetto» che i criteri di selezione del socio privato siano basati non soltanto sulla sua capacità finanziaria, ma anche sulle sue capacità tecnico-gestionali in relazione all'attività da esercitare in comune con il socio pubblico.

dell'investimento rappresentato dalla partecipazione temporanea, con evidenti riflessi nella formulazione ed interpretazione delle clausole statutarie che ne regolano l'emissione, oltreché su delicati profili della relativa disciplina.

Ancora a monte, pare opportuna una preliminare illustrazione dei tratti differenziali e del possibile "valore aggiunto" delle partecipazioni sociali autoestinguibili rispetto alle più tradizionali soluzioni statutarie funzionali all'effetto di temporaneità dell'investimento, specie al cospetto dell'apparente assenza, almeno nel quadro comparatistico europeo[10], di una tipologia partecipativa dai caratteri esattamente sovrapponibili.

2. Non v'è dubbio che tanto le azioni riscattabili (art. 2437-*sexies*) e "redimibili", quanto le clausole di *drag along* consentano il conseguimento dell'effetto di temporaneità del *conferimento* in capo ad un certo socio, imposto dall'art. 17, 3° comma, TUSP. In questi casi, tuttavia, referente della temporaneità è il solo profilo *soggettivo* della partecipazione sociale, rispetto alla quale si registra invece un fenomeno di continuità in capo ad altri soci o alla società. È pacifico, infatti, che le azioni riscattate possano essere messe nuovamente in circolazione, se del caso rispettando le regole sul trasferimento delle azioni proprie da parte della società[11].

Nelle fattispecie testé citate siffatto mutamento di intestazione della partecipazione sociale presuppone, peraltro, una manifestazione di volontà del titolare del diritto potestativo designato dallo statuto (socio, società od altri soci) che, ove inerte, ne precluderebbe la realizzazione. Esemplare il caso in cui l'esercizio del diritto

[10] Cfr., in proposito, l'analisi comparatistica di SESSA, *La partecipazione temporanea*, Tesi di dottorato di ricerca in "Internazionalizzazione dei sistemi giuridici e diritti fondamentali", XXXVI ciclo, Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli", a.a. 2022/2023, 42 ss., che pone in luce: *a*) gli stringenti ostacoli alla loro ammissibilità negli ordinamenti tedesco (§ 57, *Abs. 1*, *AktG*) e francese, temperati soltanto dalla previsione del riscatto azionario (§ 71, *Abs.* 1, *Nr*. 8, *AktG*; L228-12, *Code de Commerce* francese); *b*) l'inesistenza di riferimenti alle azioni autoestinguibili nel diritto societario britannico, che contempla la sola figura delle *redeemable shares* (*sections* 684-689, *Company Act*).

[11] Già da tempo si è avvertito, invero, che in queste fattispecie *ad tempus* è il conferimento e non le azioni (così, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 244, nt. 28, in critica a S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 101 ss.).

di riscatto si profili particolarmente oneroso per un socio che, non disponendo di adeguate risorse liquide o ritenendolo poco conveniente in un dato frangente temporale, decida di rinunciarvi. A questo rischio potrebbe rimediarsi con una clausola di *riscatto automatico* (cc.dd. *azioni* o *quote riscattande*), caratterizzata dalla sussistenza di un *reciproco* obbligo in capo a ciascuno dei due soggetti convolti (il riscattante ed il titolare della partecipazione sociale), preventivamente assunto in sede di sottoscrizione, di riscatto delle azioni o della quota a scadenze predeterminate (termine) o al verificarsi di determinati eventi (condizione) [12]. Ciò non elimina, però, né la differenza con le partecipazioni autoestinguibili, né il loro "valore aggiunto" rispetto alla clausola di riscatto automatico: l'adempimento dell'obbligo determina, nel riscatto automatico, il mero *trasferimento*, non già l'*estinzione* dei titoli azionari o della quota; nelle azioni o quote autoestinguibili la temporaneità costituisce, per converso, loro caratteristica *oggettiva* intrinseca, sicché la decorrenza del termine o il verificarsi della condizione indicata nell'atto costitutivo[13] bastano di per sé a determinare non soltanto il disinvestimento del socio, ma anche la definitiva estinzione della stessa partecipazione sociale[14].

È appunto questa peculiarità a rendere le partecipazioni autoestinguibili istituto non identificabile con le clausole sopra citate e, specie in società a struttura chiusa, talora più appetibile di esse: l'automatico effetto estintivo alla scadenza del termine convenuto permette ai soci "imprenditori" il riacquisto del controllo dopo la fase di avvio dell'intrapresa *senza alcun ulteriore esborso economico*, che sarebbe invece loro richiesto per l'esercizio del diritto potestativo o per l'adempimento dell'obbligo

[12] Su tali clausole v. (MARASÀ-)CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437*-sexies (estratto dal *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, II/II), Padova, 2011, 36.

[13] Non sembra mutare la sostanza del fenomeno, ma potrebbe avere importanti riflessi sulla sua disciplina, il referente dell'estinzione, che può essere un termine stabilito con una specifica data o la condizione del verificarsi di un evento determinabile *per relationem*, quale è l'estinzione del contratto di appalto o della concessione nella fattispecie delineata dall'art. 17 TUSP.

[14] Tale distinzione è nitidamente tracciata da A. SANTORO, *Le partecipazioni a tempo e "auto-estinguibili"*, in *Amm. & Fin.*, 2021, 37 e da BARTALENA, *"Cessazione" delle partecipazioni "vietate" nelle società miste, con digressioni sulle partecipazioni "a tempo" e sulla decorrenza degli effetti del recesso*, in *Società*, 2024, 58 s.

eventualmente sancito in una clausola di riscatto automatico.

3. L'intrinseco effetto estintivo della partecipazione sociale temporanea costituisce una «*regola diversa*» dell'organizzazione societaria che, se convenuta dallo statuto di una società per azioni, vale di per sé a costituire una categoria speciale di azioni ("autoestinguibili").

Non osta all'inquadramento della mera delimitazione temporale della durata della partecipazione come "diritto" la circostanza che, diversamente dalle azioni riscattabili (e redimibili), al socio non è qui concessa la possibilità di esigere un comportamento altrui a fronte di una sua determinazione[15]. Costituisce invero insegnamento ormai risalente e consolidato che la locuzione «categorie di azioni fornite di *diritti* diversi» (art. 2348, 2° comma) non sia da intendere in senso puramente letterale, dovendosi piuttosto riferire al complessivo rapporto; può allora ricomprendersi nel novero del «*diritto* diverso» anche una situazione soggettiva connotata in virtù della durata dell'investimento e dell'aspettativa del socio, giuridicamente tutelata, che il rapporto sociale cessi automaticamente ad una certa scadenza [16].

Su basi analoghe è possibile riconoscere la configurabilità di una categoria di quote autoestinguibili nella s.r.l.-PMI, qualificata dall'attributo della temporaneità dell'investimento.

Per converso, l'effetto di automatica estinzione di partecipazioni sociali sembra incompatibile con la tecnica di personalizzazione del rapporto mediante l'istituto dei

[15] Di diverso avviso, invece, BARTALENA, *"Cessazione"*, cit., 60.

[16] Per questa corretta impostazione, cfr. soprattutto NOTARI, *Commento all'art. 2348*, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, 161 ss. e già, sia pure in termini più generali, MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 123, ove la significativa avvertenza che «il rapporto giuridico deve essere valutato nel suo complesso per poter stabilire se sia tale da originare una diversità di categorie». *Adde* le indicazioni di metodo da ultimo offerte da SCIUTO(-COLAIORI), *La partecipazione al rapporto*, in SPADA e AA. VV., *La società per azioni*, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2025, 252 ss. e, rispetto a clausole che prevedano un diritto al riscatto, CALVOSA, *Commento all'art. 2437*-sexies, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. I, Milano, 2016, 2565.

diritti particolari dei soci, non incorporabili in categorie di quote (art. 2468, 3° e 4° comma, c.c.): preclusiva non è tanto, si badi, la supposta (ed infondata) tipicità di siffatte prerogative singolari, quanto l'incompatibilità della loro natura *soggettiva* con un'auto-estinzione quale intrinseco connotato della partecipazione sociale *oggettivamente intesa*[17]. Sicché il riconoscimento di un diritto particolare di recesso a soci, individuati nominativamente o *per relationem* (appartenenza a gruppi, a "rami" familiari, ecc.), in virtù della peculiare finalizzazione dell'investimento potrà comportare un effetto di temporaneità della partecipazione sociale soltanto *indiretto* e per di più *precario*: in assenza di un'apposita clausola che consenta il trasferimento del diritto particolare insieme alla quota e, di riflesso, la sua ricostituzione in capo al cessionario[18], la prerogativa è infatti destinata ad estinguersi in caso di trasferimento della quota.

4. La temporaneità è caratteristica tipica degli investimenti di debito, sicché le condizioni di una sua correlazione a partecipazioni sociali vanno anzitutto ricostruite alla stregua dei limiti al «principio generale di atipicità delle categorie azionarie» (art. 2348, 2° comma), prim'ancora della riconosciuta facoltà di prevedere, nelle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, cause statutarie di recesso (art. 2437, 4° comma) purché adeguatamente specificate, non pretestuose e

[17] Diversamente orientato, CORSICO, *Le partecipazioni*, cit., 103 s., per il quale sarebbe possibile pervenire ad un risultato equivalente assegnando l'attributo della temporaneità dell'investimento al socio (come una sorta di diritto particolare di disinvestimento?), prevedendo al contempo la sua trasferibilità in capo all'acquirente.
Una simile soluzione, sicuramente lecita ed astrattamente praticabile, non consente però il conseguimento del peculiare effetto autoestintivo della partecipazione sociale alla scadenza di un certo termine illustrato nel testo.

[18] Per l'ammissibilità di una clausola che consenta il trasferimento del diritto particolare insieme alla quota e, di riflesso, la sua ricostituzione in capo al cessionario si consenta il rinvio a R. SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, 305; in senso più rigido pare invece orientato DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, vol. I, Milano, 2020, 996 s., per il quale l'effetto della trasferibilità della prerogativa potrebbe conseguirsi con l'individuazione del suo titolare *per relationem* (e non nominativamente), così consentendo la sua cessione nell'àmbito della categoria di soci delimitata dalla previsione statutaria.

rispondenti ad un giustificato interesse del socio al disinvestimento[19].

Quest'ultime dimostrano, difatti, soltanto che l'estinzione della partecipazione sociale è possibile, nell'attuale sistema, anche fuori dei casi previsti dalla legge[20]. Fattispecie e disciplina delle partecipazioni autoestinguibili non devono però appiattirsi sulle regole del recesso, stanti le loro indubbie peculiarità, che anzi suggeriscono – come si vedrà in seguito (§§ 5 e 7) – la necessità (o quanto meno l'opportunità) di discostarsene per taluni fondamentali aspetti.

Poste queste premesse, la riforma delle società di capitali del 2003 ha consacrato un generale diritto del socio (o di certi soci possessori di azioni di categoria speciale) al disinvestimento, attestato (fra l'altro) dall'espressa previsione delle azioni riscattabili proprio nella norma di chiusura della disciplina del recesso (art. 2437-*sexies*). Esse costituiscono però soltanto *uno* dei possibili strumenti di smobilizzo dell'investimento in società, dovendosi anche a tal proposito sfruttare gli ampi margini di autonomia statutaria nel confezionamento del contenuto delle azioni speciali, che la stessa legge delega intendeva offrire (cfr. art. 5, 2° comma, lett. *a* e 6° comma, lett. *c*, l. 3 ottobre 2001, n. 366); spazi certo ampi, ma comunque non illimitati, come attestato dal richiamo dei «limiti imposti dalla legge» nell'art. 2348, 2° comma, c.c. Così, se partecipazioni sociali *ad tempus* destinate ad autoestinguersi a scadenze prefissate non paiono astrattamente confliggere con alcun principio inderogabile del nostro diritto societario, nei criteri di liquidazione della quota in sede di disinvestimento dei loro possessori può invece annidarsi un contrasto con norme imperative.

Sotto questo profilo, conviene ricordare che, pur valorizzando le peculiarità dell'*organizzazione* tipiche dei contratti associativi, non si nega una certa

[19] Pare allora singolare che la motivazione dell'*Orientamento* n. 66/2018 del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., § 2, si limiti a richiamare il ruolo dell'autonomia statutaria nella disciplina del recesso, non legittimando la figura in esame anzitutto in base al generale principio di atipicità delle categorie speciali di azioni.

[20] Sotto questo profilo, l'eventuale ammissibilità di un recesso *ad nutum* in società non quotate a tempo determinato, salvo l'obbligo del preavviso (artt. 2437, 3° comma e 2473, 2° comma), potrebbe tornare utile per ampliare la gamma delle possibili forme di manifestazione della temporaneità della partecipazione sociale, legandola anche a condizioni meramente potestative. Per un cenno (che in questa sede non è possibile approfondire), v. *infra*, nt. 52.

corrispettività, benché atecnica, tra conferimento e c.d. «*diritto di quota*»[21]: di quest'ultimo è componente essenziale il diritto agli utili che, essendo prerogativa sottoposta a determinate condizioni, a propria volta implica che la posizione del socio rispetto agli esiti dell'intrapresa – ovvero il contenuto patrimoniale del diritto di partecipazione – vada considerata tanto al momento dell'accertamento periodico del risultato dell'esercizio, quanto in sede di scioglimento del rapporto sociale particolare[22]. Non è allora casuale, in questa prospettiva, la segnalazione della «necessità o almeno [del]l'opportunità di una regolamentazione statutaria della *liquidazione*» del socio "a termine" [23].

Se ne deduce che i criteri di liquidazione della quota non devono comunque tradursi in una violazione della causa lucrativa della società, né del divieto del patto leonino (art. 2265 c.c.)[24]. Di guisa che sembrerebbero inammissibili: *i*) la

[21] Con specifico riguardo al patto leonino, MARASÀ, *Le società. Società in generale*[2], in *Tratt. dir. priv.*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2000, 228, osserva che «l'obbligo del conferimento è *sinallagmaticamente* collegato all'acquisto da parte del socio del cosiddetto «diritto di partecipazione» o «di quota», di cui il diritto agli utili è componente essenziale»; dal canto suo, E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto del patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 60 s., testo e nt. 92, avverte che il «rapporto *funzionale*» insito nello "scambio" tra conferimento del socio e controprestazione, consistente nel diritto agli utili ed alla quota di liquidazione, non implica certo che il contratto di società debba essere inteso come contratto a prestazioni corrispettive.
Sul rilievo dell'organizzazione nei contratti associativi è d'obbligo il richiamo di FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, il quale comunque non lo ritiene incompatibile con l'applicabilità di istituti tipici della corrispettività (spec. 330 ss., 336 e 354). E v. anche l'efficace sintesi di ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, vol. 16, t. 2°, 1a ed., Torino, 1985, 7 (ove in nt. 6 altri riff.), secondo cui la comunione di scopo comporta che la prestazione di ciascun contraente (conferimento) trovi «il proprio corrispettivo nella partecipazione al risultato utile ottenuto mediante il concorso delle prestazioni di tutti».
[22] Il punto era stato limpidamente chiarito da autorevole dottrina già nel vigore del codice di commercio: AULETTA, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937, 166; *adde*, nell'impero del codice civile vigente: GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 182 s.; G. ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, 1957, 131 s. e 146 s.
[23] GUERRERA, *Le società a partecipazione mista*, cit., 120.
[24] La cui applicazione è necessaria anche in sede di scioglimento del rapporto sociale (e v. già, MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 450, testo e nt. 57), dato che gli utili di esercizio non sempre possono essere distribuiti con l'approvazione del bilancio, dovendosi sovente accantonare per fronteggiare eventuali perdite di esercizi successivi (ai riff. in R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 573, nt. 79, *adde*, soprattutto, DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo predefinito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2021, II, spec.

predeterminazione di un valore fisso di liquidazione, ad esempio in misura coincidente con il prezzo originariamente sborsato dal socio per l'acquisto della partecipazione sociale (*valore nominale*) maggiorato di un interesse in misura fissa e *decurtato dai dividendi annualmente percepiti*[25]; *ii*) un'indiscriminata possibilità di esclusione del diritto dei sottoscrittori di partecipazioni sociali temporanee alla quota di liquidazione (c.d. estinzione senza liquidazione).

A) Le clausole di estinzione "a prezzo garantito" incidono, anzitutto, sull'anzidetta «causa» della partecipazione sociale, inquinandone l'essenziale carattere aleatorio: esse risultano perciò incompatibili con le regole organizzative della società, che impediscono il riconoscimento al socio di un diritto tipico del creditore.

Peraltro, la *gestione dinamica* della società è esposta, per effetto di tali clausole, ai conflitti che il divieto del patto leonino mira a scongiurare: i possessori di azioni o quote speciali così configurate, sicuri di recuperare al momento del disinvestimento una certa somma, sarebbero naturalmente portati ad esprimere i loro voti in assemblea eccedendo nella cautela al fine di evitare ogni rischio di perdite[26]; ed una simile condotta potrebbe – *a fortiori* nel modello di società di capitali chiusa prefigurato in apertura – finanche contraddire le stesse "ambizioni" della nuova figura innanzi esposte, disincentivando importanti iniziative di sviluppo dell'attività imprenditoriale che, specie se innovative, implicano inesorabilmente un certo margine di rischio.

377 ss. e, in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 22 ottobre 1990, in *Giur. comm.*, 1992, II, 307 ss., con nota redazionale, sul punto sostanzialmente critica, di PERRINO, spec. 315).

[25] Si è pronunciato in questo senso, pur non richiamando il divieto del patto leonino, Trib. Roma, 15 gennaio 2020, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 362, in relazione alla nota vicenda Cassa Depositi e Prestiti, secondo cui i limiti alla derogabilità dei criteri di liquidazione della quota stabiliti dall'art. 2437-*ter* valgono non soltanto per le cause legali di recesso, ma anche per quelle statutarie. E v. in dottrina, invocando correttamente tale proibizione, M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *RDS*, 2/2010, 309 s.; DI CECCO, *Recesso convenzionale e convertibilità automatica delle azioni con determinazione convenzionale del valore dei titoli. Note a margine del parere del Consiglio di Stato sulle regole statutarie della Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. e del successivo intervento del legislatore*, in *Ianus*, 2012, spec. 301 e 307.

[26] E v., sia pur con riguardo alle società di persone, SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 140 s., ripreso, tra gli altri, da ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 41.

Ricorrono dunque le note ragioni di «ordine pubblico economico» che rendono leonina una clausola siffatta.

Né vale replicare che una simile previsione «sarebbe da considerare alla stregua di un valido criterio di ripartizione non proporzionale dei diritti patrimoniali» in sede di disinvestimento dalla società e non già un inammissibile criterio di esonero dagli utili e/o dalle perdite[27]. Altro è, infatti, sfruttare lecitamente gli spazi che l'attuale disciplina del recesso riconosce all'autonomia statutaria al fine di assicurare ad una categoria speciale di azioni o ad un socio un diritto particolare o un privilegio consistente nell'adozione di criteri di liquidazione della quota – in ipotesi "*migliorativi*" – tali da valorizzare *ex ante* le prospettive reddituali dei conferimenti (ad esempio di rami aziendali) eseguiti, in guisa da stimolare l'investimento nello sviluppo dell'attività comune. Altro è, invece, stabilire *a priori*, *in misura fissa*, un corrispettivo del disinvestimento svincolato dagli esiti dell'attività comune: obiettivo questo consentito esclusivamente con il ricorso alle obbligazioni o agli strumenti finanziari partecipativi, ai quali, non a caso, non può essere riconosciuto il voto nell'assemblea generale degli azionisti (art. 2346, 6° comma).

5. B) Riguardato il divieto del patto leonino nel prisma della *causa* della *singola* partecipazione sociale e ravvisato in esso (anche) *un presidio volto a scongiurare una sostanziale sovrapposizione dei caratteri tipologici delle diverse forme di investimento in una società di capitali* ([28]), diviene più agevole la verifica di liceità delle partecipazioni sociali autoestinguibili senza liquidazione della quota, incondizionatamente ammesse da un orientamento notarile facendo leva sulle loro peculiarità rispetto al recesso ed al riscatto. In questa prospettiva si è rilevato che, in caso di sottoscrizione di partecipazioni "a tempo" autoestinguibili, i soci possono conoscere *ex ante*

[27] Così, invece, SFAMENI, *Azioni*, cit., 175.
[28] Per un tentativo di sviluppare questa prospettiva, R. SANTAGATA, *Dai patti*, cit., spec. 557 ss. e 565; adesivamente, DE LUCA, *Il socio "leone". Il* revirement *della Cassazione su opzioni* put *a prezzo predefinito e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, II, 91 ss.

caratteristiche, condizioni e durata del proprio investimento, sicché difetterebbero i presupposti per l'applicazione analogica della disciplina dei criteri di liquidazione della quota del socio recedente (art. 2437-*ter*), richiamati per le azioni riscattabili dall'art. 2437-*sexies*. Inoltre e soprattutto, la *ratio* dell'inderogabilità del principio di c.d. equa valorizzazione delle partecipazioni liquidate troverebbe ragione, secondo tale indirizzo, nell'esigenza di salvaguardare i soci che subiscono il disinvestimento: vuoi perché, nel riscatto, sono soggetti all'esercizio dell'altrui diritto potestativo; vuoi perché, nel recesso, reagiscono, attraverso l'*exit*, ad una rilevante e non condivisa modifica del programma imprenditoriale approvata dalla maggioranza[29].

Questo ragionamento è intimamente coerente con la prassi notarile incline ad ammettere che, nelle cause convenzionali di recesso, la determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni possa essere effettuata secondo criteri liberamente stabiliti dall'atto costitutivo o dallo statuto, ancorché la loro applicazione non assicuri l'equa valorizzazione dell'investimento, che avrebbe quale effetto il solo disincentivo all'esercizio del recesso e non anche la violazione di una norma inderogabile, nella specie asseritamente insussistente [30].

Si osservi però che tale impostazione, a prescindere dal suo effettivo fondamento[31], sostiene sì che i «criteri diversi», nelle ipotesi convenzionali, possano

[29] Si allude alla *Massima* n. 190 (*Azioni e quote auto-estinguibili*) del Consiglio Notarile di Milano, cit., condivisa da Circolare Assonime, n. 6/2023, cit., 390.
Più cauto è l'*Orientamento* n. 66/2018 del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., il quale, pur riconoscendo la legittimità di «criteri di determinazione del valore di disinvestimento … liberamente negoziabili» e non coincidenti con quelli previsti dalla disciplina del recesso (per le ragioni indicate di seguito nel testo), non perviene all'estremo della liceità dell'estinzione senza liquidazione delle partecipazioni "a tempo" ed avverte che «l'unico limite sembra rappresentato dal divieto del patto leonino».

[30] In questo senso *Massima* n. 74 (*Cause convenzionali di recesso*) del Consiglio Notarile di Milano, in data 22 novembre 2005, la cui motivazione può leggersi in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 280; nonché, in dottrina, con riguardo ai criteri statutari di liquidazione delle azioni in caso di recesso, fra gli altri, CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio da società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 314; STELLA RICHTER *jr*, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 412 [e v. anche ID.(-PONTECORVI), *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, Napoli, 2022, 96 ss.]; VENTORUZZO, *Recesso e valore delle partecipazioni nelle società di capitali*, Milano, 2012, 132 s., testo e nt. 264.

[31] Recentemente contestato, in giurisprudenza, dalla richiamata pronuncia del Trib. Roma, 15 gennaio 2020, cit. e, in dottrina, già da: DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo*

essere più restrittivi e penalizzanti per il recedente, ma giammai perviene al risultato estremo di negargli del tutto un diritto alla liquidazione della propria quota, che risulterebbe inconciliabile con il divieto del patto leonino e, soprattutto ed a monte, con la stessa causa lucrativa del contratto di società (art. 2247 c.c.) [32].

Ne consegue che l'assenza nelle partecipazioni sociali "a tempo" di istanze di tutela analoghe al recesso o al riscatto non vale affatto a sorreggere, a mio avviso, una *radicale* ed *incondizionata* esclusione del diritto alla liquidazione del valore delle azioni o della quota dei loro sottoscrittori. Altrimenti detto: l'intrinseca temporaneità della partecipazione, la cui convenienza economica è valutata ed accettata *ex ante* dal socio, non basta a rendere inoperativo il divieto del patto leonino in sede di scioglimento del singolo rapporto sociale né, *a fortiori*, ad immunizzarla dalla *partecipazione* al risultato comune della società.

Sotto il primo profilo, non persuade una supposta estraneità delle azioni o quote autoestinguibili, in quanto *temporanee*, all'àmbito di applicazione della proibizione di convenzioni leonine imperniata su una discutibile lettura del predicato della *costanza* dell'esclusione del socio "a tempo" dagli utili ed alle perdite[33], che – secondo l'orientamento di una consolidata giurisprudenza anche di legittimità [34] – costituirebbe elemento indispensabile ad integrare gli estremi della relativa violazione. Pur tacendo

diritto delle società. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. III, Torino, 2007, 237; (implicitamente) PACIELLO, *Commento all'art. 2437*-ter, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, t. II, Napoli, 2004, 1129; FRIGENI, *Partecipazioni in società di capitali e diritto al disinvestimento*[2], Milano, 2009, 201 s. e poi, con ampia dimostrazione, da PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Torino, 2018, 190 e *passim*, traendo spunto anche dall'art. 2437, ult. comma.

[32] Nello stesso senso, con specifico riguardo alle partecipazioni autoestinguibili, BARTALENA, *"Cessazione"*, cit., 60, rimarcando però le peculiarità della partecipazione alla società in veste di socio rispetto alle altre possibili forme di investimento; ulteriori riff. in nt. 68.

[33] Circolare Assonime, n. 6/2023, cit., 39

[34] E v., già, Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478, il cui orientamento è stato sul punto specifico puntualizzato da Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa e tit. cred*., 2019, II, 70, considerando alquanto generici i riferimenti all'assolutezza e la costanza dell'esclusione, che devono servire esclusivamente a valutare le implicazioni della clausola oggetto di scrutinio sulla natura del rapporto partecipativo. E cfr. anche, nella giurisprudenza di merito, Trib. Milano, sez. impr., 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 688; Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Società*, 2012, 1164; Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 746.

dell'assenza di un preciso referente normativo di siffatta «costanza» e degli esiti contraddittori con la *ratio* del divieto risultanti da una valorizzazione di questo attributo[35], la lettura più corretta di tale pseudorequisito pare nel senso che la programmata sterilizzazione del rischio non debba risultare meramente provvisoria e circoscritta ai risultati della gestione prodotti in un ristretto frangente temporale, con il corollario che un'esclusione (dagli utili o) dalle perdite accordata per un tempo coincidente alla durata di una singola partecipazione sociale, proprio nella divisata ottica della sua *causa*, va evidentemente reputata *costante* e, perciò, vietata.

De iure condito sembra dunque incompatibile con il divieto del patto leonino una clausola statutaria che disponga, *in via di principio*, l'estinzione senza liquidazione di partecipazioni sociali *a termine*, poiché i loro sottoscrittori non potranno essere sicuri che il privilegio nella distribuzione dei dividendi gli avrà consentito, alla data individuata specificamente o *per relationem* (in base, ad es., al completamento ed al collaudo di una certa opera), l'effettivo recupero del valore netto di liquidazione (art. 2350, 1° comma).

Non convincono, del resto, i recenti tentativi di reagire a talune discutibili rigidità di una parte della giurisprudenza di merito con un generale ripensamento della transtipicità del divieto del patto leonino, reputato incompatibile (vieppiù) con l'attuale assetto della disciplina delle società di capitali [36].

[35] V. di recente, in proposito, PRESCIANI, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1163 s. e, soprattutto, CAPIZZI, *Contro il divieto del patto leonino applicato alle società di capitali: per un pregiudizio in concreto sulle ipotesi di abuso del socio esentato dalle perdite*, in *Rivista ODC*, 2024, 496 s., per il quale si svuoterebbe di ogni significato la funzione di assicurare un responsabile esercizio dei diritti sociali, che si vorrebbe salvaguardata dalla proibizione.

[36] Il riferimento è agli studî di SPOLIDORO, *Clausole* put *e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1295 ss., 1306 ss., 1308 e 1311 ss. (ove anche una scrupolosa analisi storica del divieto), tornato poi sul tema nei seguenti scritti: *Opzione* put *e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Società*, 2020, 1365 ss.; *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni* put *e divieto dei patti leonini*, in *Giur. it.*, 2021, 636; *Un'introduzione non frettolosa alla società leonina*, in *Rivista ODC*, 2024, 217 ss. L'impostazione è stata da ultimo condivisa, anche sulla base di argomenti socio-economici e comparatistici, da CAPIZZI, *Contro il divieto*, cit., 507 ss., il quale peraltro ritiene che i tipici abusi che il divieto mira a reprimere possano essere più efficientemente governati – anziché con la sanzione della nullità della clausola o del patto parasociale leonino – con le norme in tema di responsabilità degli amministratori, di impugnativa delle delibere assembleari e, nella s.r.l., con l'esclusione del socio.

Al netto dei molteplici spunti tratti da una rigorosa indagine storica e comparatistica[37], il tentativo di confinare l'àmbito applicativo della proibizione alle società di persone è sorretto, in estrema sintesi, da due argomenti: *i*) sul piano letterale, la collocazione topografica della norma non già tra le «disposizioni generali», bensì nel capo «della società semplice» cui rinvia la disciplina della s.n.c. e della s.a.s., ma non anche quella delle società di capitali ove manca uno specifico richiamo all'art. 2265; *ii*) a livello sistematico, la negazione della coessenzialità della partecipazione agli utili (ed alle perdite) al contratto di società, esistendo società che, benché di tipo astrattamente lucrativo, devono contenere divieti o limitazioni statutarie della distribuzione degli utili ai soci, il che escluderebbe un valore cogente della definizione di contratto di società recata dall'art. 2247 [38].

Pur non essendone possibile in questa sede un'articolata replica, può rilevarsi *in limine* che siffatta revisione critica dell'impostazione tradizionale appare smentita:

a) da altro dato testuale, ovvero dal richiamo dei «limiti di legge» alla libertà concessa nella definizione dell'*incidenza delle perdite* sulle varie categorie di azioni speciali (art. 2348, 2° comma, 2° pr., c.c.), vieppiù significativo al lume del raffronto con il diverso regime degli strumenti finanziari partecipativi, alla cui stregua è invece

---

Le interessanti riflessioni di questi Aa. possono però, a mio avviso, non già condurre ad una disapplicazione *de iure condito* del divieto del patto leonino alle società di capitali, ma semmai indurre a riflettere sull'opportunità di una sua soppressione *de iure condendo* per meglio rispondere alle attuali esigenze del mondo degli affari.

Aveva ipotizzato, per effetto di taluni dati sistematici ricavabili dalla riforma del 2003, un «tramonto del divieto del patto leonino» già CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 202 ss. (e EAD., voce *Azioni riscattabili*, in *Enc. giur.* de *Il Sole 24 ore*, II, Milano, 2007, 403 ss.), con argomenti ai quali si è già replicato in R. SANTAGATA, *Dai patti*, cit., 551 ss.

[37] L'analisi comparatistica, peraltro, non offre affatto indicazioni univoche contrarie alla transtipicità del divieto, specie se si considerano i Paesi di tradizione cattolica che, a questo specifico proposito, possono considerarsi più prossimi al nostro. Se infatti la transtipicità è effettivamente insussistente in Olanda (che non può comunque annoverarsi fra quest'ultimi), è per altro verso significativo che: *a*) il recente *Code des sociétés et des associations* belga del 2019 sancisca esplicitamente la proibizione anche per le società di capitali, ancorché limitandola solo alla partecipazione agli utili (per una disamina di quest'ultima esperienza, v. Giul. TERRANOVA, *Il divieto del patto leonino. Un'analisi comparata alla luce della recente riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, spec. 831 ss.); *b*) in Francia, il divieto sia collocato tra le disposizioni generali delle società (art. 1844-1 *Code Civil*).

[38] SPOLIDORO, *Clausole* put, cit., 1311, attribuisce ad essa natura meramente "enciclopedica", anche in considerazione dell'assenza di esercizio *in comune* dell'attività economica nella società unipersonale.

sicuramente consentito esonerare i possessori dalle perdite sociali, fermo il divieto di votare nell'assemblea generale della società (art. 2346, 6° comma);

b) sul piano sistematico, dall'innegabile esigenza – imposta anche dal principio di tipicità ricavabile dall'art. 2249 [39] – di preservare la funzione segnaletica del *nomen*

[39] E cfr., per tutti, SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, 469, nt. 389.
Per converso, secondo SPOLIDORO, *Un'introduzione non frettolosa*, cit., 227, l'art. 2249 c.c. avrebbe «perso gran parte del suo significato da quando si possono costituire società lucrative o parzialmente non lucrative».
L'argomento, benché non trascurabile, non pare tuttavia risolutivo: anzitutto perché non elide il rilievo metaindividuale del fenomeno societario, sotteso al principio di tipicità delle società e riflesso nelle partecipazioni sociali (v. *infra* in questa nt.); e poi in quanto è possibile tuttora leggere le fattispecie di società di capitali senza scopo di lucro quali eccezioni normative rispetto alla regola generale sancita dall'art. 2247 [in questo senso è monoliticamente orientata, del resto, la manualistica del diritto commerciale: per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*[11], a cura di M. Campobasso, Milano, 2024, 26 ss., cui si è aggiunto da ultimo anche PISCITELLO (-GHIONNI CRIVELLI VISCONTI), *Diritto delle società*, Torino, 2024, 19 s.]. Eccezioni che, ben lungi dal condurre alla derogabilità convenzionale dello scopo lucrativo (nel senso della nullità di una clausola statutaria "leonina" contrastante con esso v., infatti, in luogo di molti, ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, 272, nt. 149), potrebbero semmai dimostrare la riferibilità del divieto di patto leonino alle sole società lucrative (ma v., pure, il recente tentativo di RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. dir. comm.*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, Torino, 2015, 221, di riferire il divieto in questione non soltanto agli utili, ma anche ai vantaggi economici tipici delle società cooperative e consortili).
Dal canto suo, CAPIZZI, *Contro il divieto*, cit., 513 s., assume che, in seguito alla riforma del 2003, l'art. 2249 «non impedirebbe il pieno dispiegarsi dei rapporti di autonomia nel vasto campo dei rapporti tra società e i suoi azionisti/finanziatori, oltre che tra quest'ultimi».
Pur non negando tale autonomia, le esigenze di certezza dei traffici sottese all'art. 2249 impediscono a mio avviso che la stessa possa esplicarsi sovrapponendo la causa delle diverse forme di investimento nella società per azioni (diversamente orientato, però, SPOLIDORO, *Clausole* put, cit., 1315, sul presupposto dell'inesistenza, nel diritto italiano, di una norma inderogabile che impedisca la creazione di azioni prive del diritto al dividendo). E, se così stanno le cose, il divieto del patto leonino potrebbe prestarsi proprio a questa finalità e ciò in un duplice senso: per un verso, precludendo una configurazione dei diritti spettanti ai possessori di strumenti finanziari partecipativi tale da replicare pedissequamente il contenuto patrimoniale delle azioni e/o rendere sostanzialmente evanescenti i diritti partecipativi di quest'ultime; per altro verso, e direi a maggior ragione, vietando l'assegnazione alle azioni di diritti di rimborso o di credito propri degli strumenti finanziari o delle obbligazioni che varrebbero ad escludere i tipici caratteri della partecipazione al rischio d'impresa.
Né varrebbe obiettare, a quest'ultimo proposito, che una previsione statutaria di totale esonero di un socio dalle perdite, prima che confliggente con il divieto del patto leonino, violerebbe l'art. 2491, 2° comma, che impedisce al liquidatore di rimborsare i conferimenti ai soci prima dell'integrale pagamento dei creditori sociali (così, E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012, 113 s. e 116; e già, ID., *Clausole*, cit., 62).
Può replicarsi, invero, che quest'ultima disposizione riguarda il solo profilo soggettivo del socio e della sua postergazione rispetto ai creditori sociali, essendo ad essa del tutto estraneo il ben distinto *profilo oggettivo dei reciproci rapporti tra le categorie di azioni*, sicché la sua applicazione non consentirebbe di sanzionare il caso in cui l'esonero di una categoria di azioni dagli utili o dalle perdite sociali costituisca mero effetto *riflesso* ed *indiretto* della compresenza stessa delle azioni sociali (per tali considerazioni, v. già R. SANTAGATA, *Dai patti*, cit., 557 ss.).

iuris delle singole forme di investimento in s.p.a. che, a mio avviso, continua a rivestire un ruolo essenziale nella certezza dei traffici, consentendo ai terzi di distinguere un'azione da uno strumento finanziario partecipativo ed al contempo di sanzionare una disciplina statutaria che, nel rapporto tra azioni fornite di diritti diversi, conduca all'esonero dagli utili o dalle perdite di una data categoria o delle azioni ordinarie.

Certo, l'evoluzione socio-economica e la neutralizzazione causale del fenomeno societario complessivamente inteso, l'esempio di talune esperienze comparatistiche a noi vicine (Belgio, Germania) e le pressanti richieste di flessibilità del mondo degli affari potrebbero suggerire l'opportunità di una revisione delle categorie tradizionali e, segnatamente, di una disapplicazione o di un ridimensionamento della portata del divieto del patto leonino nelle società di capitali. Ma si tratterebbe di prospettive *de iure condendo* [40] che, se probabilmente desiderabili per gli investitori professionali, lo sarebbero forse un po' meno per la generalità dei soci e dei terzi, esposti al rischio – inevitabile, ammettendo un'"ibridazione" potenzialmente illimitata dei contenuti della partecipazione sociale – della non chiara ed immediata identificazione dei caratteri e del regime giuridico delle diverse forme di investimento. Il che risulterebbe evidentemente distonico con le accentuate esigenze di tutela dell'affidamento dei terzi nelle s.p.a. (di cui v'è traccia, ad es., nell'art. 2384): esemplare, a questo proposito, la potenziale lesione dei creditori particolari di azionisti esclusi dalla partecipazione agli utili [41].

Aggiungasi che, se tali partecipazioni fossero dotate di diritto di voto, una simile previsione statutaria potrebbe incidere negativamente sull'interesse generale alla corretta amministrazione di una società di capitali a struttura chiusa, sotteso al divieto del patto leonino[42], sollevando inediti conflitti di interessi difficilmente governabili:

[40] In questa prospettiva si pone infatti, prudentemente, lo studio di FELICETTI, Venture capital, put options *e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *AGE*, 2021, 306.
[41] Il loro potenziale pregiudizio è riconosciuto dallo stesso SPOLIDORO, *Clausole* put, cit., 1312, ritenendolo rimediabile mediante l'esercizio della revocatoria dell'investimento del socio in una partecipazione così connotata.
[42] In giurisprudenza è da tempo consolidato l'orientamento secondo cui la *ratio* che informa il divieto del patto leonino «consiste nel preservare la purezza della "*causa societatis*", evitando che un socio

innescherebbe, in specie, un incentivo dei soci "a termine", soprattutto se ben rappresentati nel consiglio di amministrazione della società, a perseguire strategie imprenditoriali collidenti con una politica industriale di lungo termine rispettosa delle diverse categorie di *stakekolders* (fornitori, lavoratori, ecc.) e, comunque, eccessivamente spregiudicate pur di massimizzare utili di breve periodo da ripartirsi. E l'impatto del rischio di eventuale insuccesso di siffatte politiche gestorie ricadrebbe sui soci fondatori nel medio-lungo periodo (oltreché sulle ricordate categorie di portatori di interessi), poiché per i soci "a termine", specie se incarnati da un fondo di *venture capital*, esso risulterebbe mitigato o finanche neutralizzato attraverso lo strumento della diversificazione.

Non può sottacersi per altro verso che questi pericoli, pur recentemente segnalati nella letteratura nordamericana[43], devono considerarsi tutt'altro che scontati[44], non potendosi prescindere da accurate indagini casistiche volte a dimostrare la loro effettiva sussistenza nella fattispecie concreta. Basti pensare che l'adozione di una prospettiva di gestione orientata al lungo periodo potrebbe talora generare costi ed inefficienze, ad esempio ostacolando l'ammodernamento

possa essere escluso dagli utili o dalle perdite, ipotesi questa che contrasta con l'interesse generale alla corretta amministrazione della società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione della stessa, avendo comunque assicurato il guadagno o restando esonerato da ogni possibile perdita. Deve, quindi, trattarsi di un patto finalizzato alla regolamentazione degli assetti ed equilibri societari con conseguenti implicazioni anche di natura organizzativa/gestoria» (così, fra le altre, Trib. Bologna, 15 maggio 2023, n. 1017, in *Guida dir*., 2023, 26; App. Milano, 13 maggio 2020, in *Giur. it.*, 2021, 624, sulla scia di Cass., 4 luglio 2018, n. 17498 e 29 ottobre 1994, n. 8927, citt.). In dottrina, ravvisa nell'art. 2265 c.c. la «sanzione operativa» per violazioni della causa lucrativa della società, COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2016, 63; per ABRIANI, *Il divieto*, cit., 44 ss., 57 e *passim*, il divieto «integr[a] il concetto positivo di società delineato dall'art. 2247, configurando … la partecipazione agli utili e alle perdite come elementi essenziali e inscindibili della partecipazione sociale».
Un recente riesame critico di tale indirizzo, oltreché nei già citati scritti di Spolidoro e Capizzi, è in CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il Codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 130 ss., che confuta di riflesso la transtipicità del divieto.

[43] Sottolineano tale possibile effetto distorsivo, da ultimo, BROUGHMAN-WANSLEY, *Risk-seeking Governance*, in 76 *Vand. L. Rev*., 1299 (2023), 1305; per una lettura di segno parzialmente diverso, MAUGERI**,** Venture capital, *preferenze di liquidazione e conflitti tra soci***,** in *Rivista ODC*, 2024, 252 (ove altri riff.), che fa leva sulle diverse visioni della letteratura americana sul punto specifico.

[44] In senso analogo SESSA, *La partecipazione temporanea*, cit., 26 ss., sulla scia del generale invito a relativizzare i vantaggi della strategia di *long-termism* di STELLA RICHTER *jr*, Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, 42 ss.

dell'apparato aziendale, il suo adeguamento a tecniche di produzione più rispettose dell'ambiente, la periodica sostituzione di beni aziendali soggetti a rapida obsolescenza. Sicché l'emissione di partecipazioni sociali temporanee autoestinguibili, finalizzate al perseguimento di uno o più dei suddetti obiettivi di breve termine, ben lungi dal minare, in effetti assicurerebbe proprio il corretto andamento della gestione sociale.

Sennonché, se fosse davvero questo l'obiettivo presidiato dal divieto di convenzioni leonine[45], quel *collegamento* tra temporaneità della partecipazione sociale ed operazione economica sottostante evidenziato in apertura (e richiamato dall'art. 17, 3° comma, TUSP) risulterebbe determinante anche ai fini della valutazione di compatibilità della configurazione statutaria di azioni o quote autoestinguibili "a termine", escludendo la violazione dell'art. 2265 c.c. [46].

[45] È in questa chiave che la dottrina prevalente esclude, ad esempio, l'estensione del divieto del patto leonino all'associazione in partecipazione, pur quando ritiene la partecipazione alle perdite essenziale anche in questa figura (e cfr. per tutti, anche per riferimenti, MIGNONE, *Dell'associazione in partecipazione*, in *Comm. cod. civ.*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2008, 470 ss.; ABRIANI, *Il divieto*, cit., 85 ss.; in senso contrario, però, FERRI *sn*, voce *Associazione in partecipazione*, in *Noviss. Dig. it.*, vol. I, t. 2, Torino, 1958, 1438, che ne ipotizzava l'applicazione analogica assumendo la natura associativa del contratto in questione; l'opinione è ribadita in ID., *Manuale di diritto commerciale*[17], a cura di Angelici e G.B. Ferri, Milano, 2023, 610). La giurisprudenza, pronunciatasi sul punto specifico, deduce invece l'inapplicabilità dell'art. 2265 a questa figura da ciò, che «l'unica regola inderogabile è quella del divieto di partecipazione dell'associato alle perdite in misura superiore al suo apporto, mentre le parti hanno facoltà … di escludere del tutto la partecipazione alle perdite, come avviene nel contratto di cosiddetta cointeressenza impropria» (per tutte, Cass., 1° ottobre 2008, n. 24376, in *Mass. Giust. civ.*, 2008, 1418; nel senso dell'applicazione diretta del divieto del patto leonino all'associazione in partecipazione si registra soltanto un remoto precedente del Trib. Varese, 21 luglio 1949, in *Foro it.*, 1950, I, 1424).

[46] Non sarebbe questo, d'altronde, l'unico caso in cui una ragione extrasociale valga a rendere compatibili con il divieto del patto leonino fattispecie che, in sua assenza, non lo sarebbero. Il riferimento è all'assegnazione di azioni al socio non conferente (che radicalizza la facoltà concessa dall'art. 2346, 4° comma), che sembrerebbe lecita in quanto quest'ultimo è comunque esposto al rischio della perdita del valore patrimoniale corrispondente al credito di restituzione della quota di capitale sociale ricevuta in donazione (danno emergente). Non può ignorarsi, infatti, che della liberalità inerente la partecipazione sociale, se non dispensato espressamente dal donante, il socio non conferente dovrà dar conto imputandone il valore in sede di collazione ai sensi degli artt. 737 ss. c.c., trattandosi di liberalità già ricevute in vita dal disponente. E questa regola di diritto successorio non può che reagire anche sul piano del diritto societario, consentendo di affermare che, quand'anche l'assegnazione di azioni sia conseguenza di una liberalità, sul socio grava comunque un rischio d'impresa: qualora la società dovesse sciogliersi e nulla residuare nel patrimonio sociale all'esito dell'integrale soddisfacimento dei creditori sociali, il socio non conferente dovrà comunque imputare in sede di collazione un'entità economica – il conferimento nella società ricevuto in donazione – andata perduta per effetto della gestione sociale, non rilevando ai fini degli artt. 737 ss. c.c. la sorte dei beni dopo il

Permarrebbe, tuttavia, l'incompatibilità dell'"estinzione senza liquidazione" delle azioni o quote autoestinguibili con la causa lucrativa del contratto di società (art. 2247), riflessa in una delle componenti fondamentali della partecipazione patrimoniale del socio [47]: ove ai relativi titolari non dovesse riconoscersi il valore netto di liquidazione, la *totale* erosione dei loro conferimenti *finanzierebbe* l'avanzo di gestione a vantaggio degli altri soci, che potrebbero così ripartirsi utili non correlati (in tutto o in parte) all'andamento della gestione sociale [48]. E la giustificazione di un simile spostamento patrimoniale non potrebbe evidentemente conciliarsi con l'elemento qualificante dell'«esercizio in comune di attività economica» inteso come imputazione *comune* del risultato, denotando quell'«autonomia di calcolo economico» [49] forse compatibile con lo schema dell'associazione in partecipazione, ma non certo con il testé citato requisito essenziale di una società.

6. Acquisita l'insopprimibilità del diritto del socio alla quota di liquidazione [50],

compimento della liberalità. E cfr., in proposito, già RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionali ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società tra società aperte e società private*, a cura di Benazzo, S. Patriarca e Presti, Milano, 2003, 112 ed ora SPOLIDORO, *Clausole* put, cit., 1315 s., nt. 48, ove critica alla diversa impostazione di ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale di azioni*, Milano, 2018, 52 ss., 73 ss. (ove ampi riff.) e 104 ss. e 108, che sostiene la tesi contraria in base all'art. 2247 c.c.

Nell'ordinamento tedesco, in cui è assente il divieto del patto leonino, considera legittime in quanto meritevoli di tutela clausole che, in società costituite tra padre e figlio, sanciscano la rinuncia agli utili del padre in favore del figlio, riservando al primo una remunerazione fissa FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschäftsanteile*, in *Festschrift für Johannes Köndger zum 70. Geburtstag*, *hrsg. v.* Casper, Klöhn, Roth, Schmies, Köln, 2016, 201 ss., spec. 213.

[47] Questo possibile profilo di contrasto mi pare trascurato dall'*Orientamento* n. 66/2018 del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., per il quale, invece, «l'unico limite sembra rappresentato dal divieto del patto leonino».

[48] Lo rilevava, già, SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, spec. 598, il cui spunto è stato poi sviluppato da DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 110 ss. e 114.

[49] L'espressione è mutuata da ABBADESSA, *Le disposizioni generali*, cit., 21.

[50] Alla vigilia della riforma del 2003, un'autorevole dottrina (GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia statutaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 645) aveva dedotto dalla facoltà di assegnazione delle azioni non proporzionale ai conferimenti la *disponibilità* del diritto del socio alla quota di liquidazione. E, in effetti, potrebbe a prima vista apparire logico negare un diritto al rimborso del capitale ad un socio non conferente a fronte dell'assegnazione di una partecipazione sociale (propenso ad escludere in questa ipotesi «estrema» una violazione del divieto del patto leonino è, infatti, SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., 129, nt. 132).

Va tenuto presente, tuttavia, che se l'assegnazione di azioni al socio non conferente trova ragione in una liberalità (cfr. quanto osservato *retro* in nt. 46), siffatta negazione del diritto del socio non conferente al

occorre ora verificare la sussistenza di margini di ammissibilità di una condizione risolutiva di "auto-estinzione" senza liquidazione.

Tale sub-fattispecie di partecipazione "temporanea" è stata oggetto di una recente istanza di interpello (sotto il profilo fiscale) all'Agenzia delle entrate: una s.r.l., al fine di reperire risorse per effettuare un'operazione di conversione e ristrutturazione immobiliare, ricercava nuovi apporti di capitale da parte di terzi investitori mediante emissione in sede di aumento di capitale di quote di natura speciale, *sprovviste di diritti amministrativi*, destinate all'automatica estinzione al conseguimento di utili e riserve distribuibili ai loro titolari in misura pari alla somma del capitale investito e di un certo rendimento [51].

Questa condizione risolutiva di "auto-estinzione"[52] non sembra porre, a mio

valore netto di liquidazione si tradurrebbe in un'indebita sottrazione, in sede di disinvestimento o di scioglimento della società, di quanto gli fu donato all'atto della costituzione.
Sembra allora corretto ritenere legittime clausole statutarie che sanciscano (tanto in una s.p.a., quanto in una s.r.l. sotto forma di diritto particolare) diritti di priorità sul netto di liquidazione (anche, ma non solo, per compensare un'eventuale distribuzione di azioni non proporzionale al conferimento), a condizione però che tali privilegi non conducano alla sostanziale soppressione del diritto alla liquidazione della quota delle azioni ordinarie o di altra categoria speciale (o, nella s.r.l., di altro socio). Analogamente orientati, SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., 128 ss.; MONDINI, *Le azioni correlate*[2], Milano, 2009, 116 ss.; sottolinea l'insopprimibilità del diritto del socio ad una quota del residuo attivo di liquidazione, pure FRIGENI, *Partecipazione in società*[2], cit., 142.

[51] Si allude al caso oggetto del parere reso dall'Agenzia dell'entrate, Divisione Contribuenti, Direzione centrale persone fisiche, lavoratori autonomi ed enti non commerciali, Risposta n. 15/2024.

[52] Non è superfluo ricordare che l'autonomia delle partecipazioni sociali autoestinguibili implica che il presupposto di estinzione non dipenda da una manifestazione di volontà del socio o della società, ricorrendo altrimenti rispettivamente un caso di recesso o di riscatto (come rileva opportunamente Circolare Assonime, n. 6/2023, cit., 388, sulla scorta della precisazione operata dalla *Massima* n. 190 del Consiglio notarile di Milano, cit.). Se ne deduce che l'eventuale configurazione della condizione risolutiva di auto-estinzione come meramente potestativa si tradurrebbe, nella sostanza, in una clausola di recesso *ad nutum*, la cui ammissibilità nelle società per azioni a tempo determinato (per la quale si è pronunciata, da ultimo, Cass., 29 gennaio 2024, n. 2629, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 111, con convincente nota adesiva di ANGELICI, *Orientamenti e questioni in tema di recesso*, in riforma di App. Cagliari, 23 giugno 2020, in *Riv. giur. sarda*, 2021, 285; v. anche, in senso favorevole, la *Massima* n. 74 del Consiglio notarile di Milano, cit., e la *Massima* n. 5 del Consiglio notarile di Roma, *Recesso* ad nutum *nelle società per azioni*) è però tutt'altro che pacifica, essendo negata dalla dottrina sinora prevalente [e cfr., fra gli altri, FERRI *jr*, *Recesso senza causa e autonomia statutaria*, in *Riv. not.*, 2024, 672 ss.; PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 122 ss.; STELLA RICHTER *jr*(-PONTECORVI), *Recesso ed esclusione*, cit., 66 s.; TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 372 ss. e, da ultimo, GILOTTA, *Recesso e governo delle società di capitali*, Torino, 2024, 199 ss., per il quale il recesso *ad nutum*, lungi dall'incentivare il finanziamento dell'impresa, intralcerebbe invece il suo sviluppo].
D'altro canto, pur assumendo l'ammissibilità del recesso *ad nutum*, le partecipazioni sociali autoestinguibili restano strumento comunque preferibile sul piano organizzativo in considerazione della

giudizio, alcun problema di compatibilità col divieto del patto leonino – e, di riflesso, con la *causa* della partecipazione sociale (art. 2247) – per due fondamentali ragioni.

In primo luogo, l'assenza del diritto di voto delle quote speciali, precludendo ai relativi titolari qualsiasi incidenza sulla formazione della volontà sociale, vale di per sé ad escludere i divisati – ancorché sopra relativizzati – rischi per la corretta amministrazione della società. In un'ottica siffatta, si è del resto sostenuta, già da tempo, l'esigenza di un'applicazione diversificata del limite del patto leonino ad azioni con o senza diritto di voto, ricorrendo per quest'ultime gli estremi della violazione soltanto allorché l'esclusione dalle perdite sia *totale* e *costante* [53].

Dirimente è tuttavia la constatazione che una condizione risolutiva di "auto-estinzione" specificamente imperniata sull'evento dell'*avvenuta* distribuzione di una certa misura di utili e riserve distribuibili [54], parametrata al *valore reale* delle azioni o delle quote estinte, esclude per definizione una potenziale immunità di siffatte partecipazioni temporanee dal risultato comune della società.

Diversamente è a dirsi per azioni o quote autoestinguibili *a termine* individuato in una data certa: le quali, pur senz'altro esposte *medio tempore* alle perdite sociali, non sarebbero invece parimenti idonee a garantire l'effettivo conseguimento della liquidazione del loro valore reale, in ciò collidendo allora con l'art. 2350, 1° comma,

certezza del verificarsi dell'evento estintivo e della possibile programmazione delle conseguenze patrimoniali dell'*exit*.

[53] Così, GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 183 s.; ma v., prima della riforma del 2003 e in termini più generali, gli spunti di GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 379, ripresi e sviluppati da MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 776 s. In giurisprudenza la tesi incline ad escludere un problema di violazione del divieto del patto leonino al caso di socio esentato dalle perdite, ma privo di diritti amministrativi idonei ad incidere sulla gestione è stata sostenuta, sebbene con riguardo alle società di persone, da Cass., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697; ma cfr., tuttavia, Cass., 7 ottobre 2021, n. 27227, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2023, II, 701, che reputa legittima un'opzione *put* a favore di un socio maggioritario.
Su questa tesi v. i rilievi critici di ABRIANI, *Il divieto*, cit., 151 ss., almeno in parte temperati, tuttavia, dalla maggiore autonomia statutaria introdotta dalla riforma delle società di capitali del 2003; nonché, ora, CAPIZZI, *Contro il divieto*, cit., spec. 506.

[54] Tale fattispecie è stata esplicitamente contemplata dalla *Massima* n. 190 (*Azioni e quote auto-estinguibili*) del Consiglio Notarile di Milano, cit. Favorevole alla sua legittimità è CORSICO, *Le partecipazioni*, cit., 111 s., testo e nt. 38.

c.c.[55]. L'*automatica* scadenza del termine – al contrario dell'avveramento della suddetta condizione risolutiva di estinzione della partecipazione sociale – appare infatti concettualmente incompatibile con un'indagine orientata a verificare se l'assenza del diritto dei relativi sottoscrittori alla quota di liquidazione sia stata ipoteticamente compensata dal conseguimento di dividendi maggiorati ripartiti fino alla data stabilita [56], vieppiù se si considera che la compatibilità di una certa clausola (o patto) con il divieto del patto leonino andrebbe di regola compiuta in un'ottica *ex ante*, con riferimento al momento di stipulazione [57].

La distinzione ora tracciata induce a chiedersi se sia consentito un passo ulteriore nel senso di una generale irrilevanza giuridica del *tempo* di distribuzione degli utili, così ampliandosi i margini di derogabilità del diritto del socio alla quota di patrimonio netto risultante dalla liquidazione [58].

---

[55] Nel senso che i privilegi assegnati ad una categoria speciale di azioni non possano determinare la totale esclusione del diritto di un socio alla restituzione della quota, quando la stessa non risulti assorbita dalle perdite si pronunciava già la dottrina tradizionale (FRÈ, *Società per azioni*[1], in *Comm. cod. civ.*, diretto da Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1951, 156, condiviso da MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 450, testo e nt. 57; dopo la riforma del 2003, soprattutto, SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., 127 ss.) e gli argomenti contrari all'inderogabilità del diritto del socio alla liquidazione della quota (addotti da VISENTINI, voce *Azioni*, in *Enc. del dir.*, vol. I, Milano, 1958, 988, nt. 30 ed approvati da BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, vol. 2*, Torino, 1991, 57, nt. 37), peraltro autorevolmente confutati (SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., 598, testo e nt. 22), non riescono a scalfire, a mio avviso, la decisiva obiezione che questa prerogativa rappresenta il logico corollario della stessa causa lucrativa della società (v. riff. *retro*, in nt. 42).

[56] Tuttavia, se il termine è individuato *per relationem* e stabilito in relazione ad un evento certo nel suo verificarsi, ma incerto riguardo al momento temporale in cui avverrà (ad es.: morte di un socio o esecuzione di un'opera oggetto di un contratto di appalto ai sensi dell'art. 17, 3° comma, TUSP), la clausola potrebbe richiedere la duplice esigenza di accertamento del suo effettivo accadimento e degli utili/perdite conteggiati ai soci "a termine" fino a quel momento, potendosi così raggiungere un esito sostanzialmente analogo a quello della condizione risolutiva di auto-estinzione descritta nel testo.

[57] V., al riguardo, N. PIAZZA, voce *Patto leonino*, in *Enc. dir*., XXXII, Milano, 1982, 529, il quale, pur movendo dalla premessa indicata ora nel testo, «non esclude che la valutazione relativa» alla compatibilità di una certa clausola con il divieto di convenzioni leonine, «ogni qualvolta sia già in corso l'attività sociale, *debba tener conto dei dati concreti da questa forniti*, considerandoli, quanto meno preziosi indizi idonei a stabilire in via presuntiva l'effettiva volontà dei soci al momento in cui stipularono la convenzione» (corsivo aggiunto).

[58] Cfr. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 154 ss. (che torna sul tema in ID., *«Nuove» funzioni e questioni delle azioni di categoria*, in *Studi per Franco Di Sabato*, vol. III, t. I, Napoli, 2009, 638 s.), il quale ritiene compatibile con l'inderogabilità dell'art. 2350, 1° comma, posta a presidio dell'essenzialità del lucro soggettivo, una clausola statutaria che attribuisca ai soci un diritto di credito sull'utile accertato dal bilancio al termine di ogni esercizio, escludendo al contempo un potere dell'assemblea di rinviarne la ripartizione.

Considerata quale base di calcolo della quota di liquidazione del socio il patrimonio sociale equivalente alla somma del capitale sociale nominale, delle riserve e degli utili accantonati (ove l'esito dell'attività comune sia stato favorevole) ed assunta l'ammissibilità (nei limiti dell'abuso di maggioranza) di una discrezionalità dei soci nella ripartizione degli utili, potrebbe valorizzarsi l'indubbio «nesso logico e strutturale» tra diritto agli utili periodici e alla quota di liquidazione per giustificare l'opportunità di estensione a quest'ultima del privilegio eventualmente accordato sugli utili, che rischierebbe altrimenti – proprio in virtù di quella discrezionalità – di essere vanificato.

Su quest'indiscutibile nesso potrebbe allora fondarsi anche la liceità di una previsione speculare che, al fine di incentivare l'investimento in uno specifico progetto imprenditoriale da eseguirsi a breve termine, riconosca ai possessori di una categoria speciale di azioni o di quote un privilegio patrimoniale "cumulativo" ed "accelerato" in misura tale da assicurare pure – ove, beninteso, le condizioni patrimoniali della società lo consentano – il progressivo conseguimento della restituzione anticipata del valore netto di liquidazione delle stesse azioni o quote speciali nell'arco temporale necessario a realizzare l'operazione sovvenuta. Tale dividendo "cumulativo" sarebbe corrisposto in un'entità tale da far coincidere il momento di estinzione di siffatte partecipazioni speciali con l'integrale assorbimento del valore netto della quota di liquidazione di spettanza delle azioni (o quote) speciali e sorgerebbe automaticamente (in questo senso essendo perciò "garantito") per effetto della mera approvazione dei bilanci di esercizio che accertino il conseguimento di utili, quindi indipendentemente da una delibera assembleare sulla loro destinazione ai soci o a riserva.

Risulterebbe così legittima, anche nel nostro ordinamento, una specifica tipologia di c.d. preferenza di liquidazione (c.d. *liquidation preference*) [59], nota nella prassi statunitense del *venture capital*, ove sono diffuse clausole che riconoscono ai

[59] Nell'accezione più ampia di *liquidation preference* (proposta ad es. da MAUGERI, *Venture capital*, cit., 245), la clausola potrebbe attribuire al socio "a termine" (solitamente incarnato da un fondo di *venture capital*) anche il diritto ad ottenere, ad una certa scadenza o comunque al verificarsi di un predefinito «evento di liquidità», una monetizzazione integrale o parziale dell'investimento effettuato.

sottoscrittori di partecipazioni sociali temporanee dividendi preferenziali garantiti e cumulativi, la cui maturazione non dipende da deliberazioni dell'assemblea, e/o privilegi di natura finanziaria consistenti nell'assegnazione di una parte di proventi generati da determinate operazioni [60]. Del resto, l'esperienza applicativa italiana ha recentemente conosciuto un significativo caso (Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.) in cui – in estrema sintesi e per quanto specificamente interessa ai fini del problema ora in esame – si prevedeva una riduzione del valore di recesso delle azioni di categoria qualora il dividendo preferenziale effettivamente riconosciuto fosse risultato maggiore di quello previsto dallo statuto e la mancata attribuzione della quota di patrimonio netto in sede di liquidazione in caso di mancato pagamento del sovrapprezzo al momento della sottoscrizione delle partecipazioni [61].

Orbene, è innegabile che una simile impostazione implica che la compatibilità con il divieto del patto leonino di una clausola statutaria relativa ai criteri di liquidazione delle partecipazioni sociali temporanee debba essere verificata avendo riguardo all'effettiva incidenza del loro privilegio nella ripartizione dei dividendi già conseguiti nel corso del rapporto sociale[62]. Lo stesso riferimento letterale all'esclusione «da *ogni* partecipazione agli utili…» parrebbe d'altronde suggerire, ai fini di questa specifica valutazione[63], l'ineludibile reciproca interdipendenza delle due prerogative patrimoniali del socio, negando la quale potrebbe pervenirsi ad esiti paradossali: *i*) risulterebbe ad esempio leonina, perché ipoteticamente esonerata dagli utili in sede di liquidazione, una partecipazione sociale che, in virtù del suo privilegio patrimoniale, ne abbia invece già beneficiato in via poziore rispetto alle altre; *ii*) l'"arma" del divieto

[60] In argomento, AGSTNER(-CAPIZZI-GIUDICI), Business Angels, Venture Capital *e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020, 433 ss.; C.A. NIGRO-ENRIQUES, *Venture capital e diritto*, cit., spec. 158 s.; TULLIO, *Gli investimenti*, cit., 113 s.

[61] È il caso pervenuto all'esame del Trib. Roma, 15 gennaio 2020, cit.

[62] Esprime preferenza per questa impostazione, specie ove si ritengano ammissibili le partecipazioni "a tempo" o "autoestinguibili", DE LUCA, *Dal socio leone*, cit., spec. 381 ss., pervenendo alla conclusione che, per questa via, potrebbe riconoscersi anche la legittimità di un recesso a valore nominale quale portato di una clausola di postergazione nelle perdite.

[63] Non si intende affatto negare, per altro verso, che i diritti agli utili periodici ed alla quota di liquidazione siano radicati su distinte vicende procedimentali, come ben rilevato da SFAMENI, *Azioni*, cit., 131.

potrebbe finanche colpire un errato "bersaglio", ove la maggiorazione dei dividendi accordati alle partecipazioni sociali temporanee avesse comportato un'implicita rinuncia degli altri soci alla quota di utili di loro competenza per il frangente temporale necessario allo sviluppo di una certa iniziativa.

Ferme queste premesse, la valutazione di compatibilità di una condizione risolutiva di "auto-estinzione" senza liquidazione con il divieto del patto leonino non può però trascurare la diversità di vicende procedimentali sottese al diritto agli utili ed alla quota di liquidazione.

A tacer d'altro, l'entità di quest'ultima non dipende esclusivamente dalla parte di patrimonio netto disponibile, ma anche dal *valore attuale* dei conferimenti: se così non fosse, i sottoscrittori di partecipazioni autoestinguibili risulterebbero espropriati della differenza tra valore reale e valore nominale dei beni conferiti [64]. Esemplare il caso di soci "a termine" che abbiano effettuato un conferimento di beni immobili, rispetto ai quali si sia registrato *medio tempore* un apprezzabile incremento di valore non risultante dal bilancio della società.

Se ne deduce che è possibile sostenere l'ammissibilità di una simile clausola soltanto all'esito di un'indagine casistica, volta ad appurare se i soci "a termine" abbiano effettivamente conseguito, sotto forma di privilegio patrimoniale nella ripartizione periodica degli utili, anche la restituzione *pro-quota* del *valore attuale* del loro originario investimento in società.

Peraltro, una simile clausola sembra richiedere una contestuale previsione statutaria di divieto di circolazione delle partecipazioni sociali temporanee (nella s.p.a. per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione: art. 2355-*bis*, 1°

[64] Torna in considerazione, al proposito, il confronto tra diritti del socio e dell'associato in partecipazione (accennato *retro*, § 5, in fine). Corollario della formazione di un *patrimonio comune* nella sola società è, invero, che il primo, diversamente dal secondo, ha diritto a concorrere, in sede di liquidazione del proprio investimento, alle vicende (incrementi o riduzioni di valore) relative ai beni che compongono il patrimonio sociale (e v., già, M. GHIDINI, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1959, 110 ss.; RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, 187; e, più di recente, TETI, *Il rapporto partecipativo tra passato e presente: riflessioni a margine di un libro recente*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1149, testo e nt. 85).

comma)[65], potendo altrimenti risultare ingiustificatamente compresso il diritto alla quota di liquidazione del socio acquirente là dove, nella determinazione del corrispettivo del trasferimento delle azioni (o della quota), non si sia tenuto conto della frazione di quota di liquidazione già assegnata all'alienante sotto forma di dividendo "cumulativo".

7. Le considerazioni svolte rendono più agevole la ricostruzione dei criteri e delle modalità di liquidazione di una partecipazione sociale "oggettivamente" temporanea.

In assenza di specifica disposizione statutaria, la determinazione del valore della quota di liquidazione deve effettuarsi secondo i criteri previsti per il recesso (artt. 2437-*ter* e 2473, 3° comma), che a mio avviso rivestono valenza generale per tutte le fattispecie di estinzione del singolo rapporto sociale e costituiscono il presupposto per la configurazione della vicenda in termini di liquidazione della quota di partecipazione sociale, anziché di rimborso di un finanziamento. Tali criteri sono volti, invero, all'emersione del valore reale della partecipazione da liquidare, scongiurando ingiustificati spostamenti di ricchezza nella sua fase estintiva. Indizi in tal senso possono ricavarsi dal loro richiamo nella disciplina delle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies*), nelle disposizioni in tema di esclusione nella s.r.l. (art. 2473-*bis*), nonché di obbligo di acquisto (e di diritto di recesso) in presenza di clausole statutarie di mero gradimento nella s.p.a. (art. 2355-*bis*, 2° comma, ult. pr.), fusioni per incorporazione di società possedute almeno al novanta per cento (art. 2505-*bis*, 1° comma) e scissioni non proporzionali (art. 2506-*bis*, 4° comma), ove si prevede lo speculare «diritto dei soci … di far acquistare le proprie partecipazioni … *per un corrispettivo determinato alla*

[65] Per qualche spunto in proposito, pur in diversi contesti, si veda la motivazione della *Massima* n. 189 – 16 giugno 2020 (*Clausole che pongono un «tetto massimo» agli utili*) del Consiglio Notarile di Milano, § 3, nonché, rispetto all'esigenza di impedire la circolazione di partecipazioni sociali soggette a clausole derogatorie del principio di c.d. equa valorizzazione in sede di disinvestimento, NOTARI, Exit *forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, spec. 391.
Del resto, l'esperienza delle società miste insegna che la partecipazione temporanea del socio privato è soggetta a vincoli di intrasferibilità per evitare l'elusione della disciplina pubblicistica (cfr., ora, GUARINI, *Socio privato e* governance *della società a partecipazione mista pubblico-privata*, Torino, 2024, 89 ss., ove altri richiami).

stregua dei criteri previsti per il recesso».

Non deve però sottacersi, d'altro canto, che le azioni (o quote) autoestinguibili, da un lato, non costituiscono (almeno tendenzialmente) – al contrario del recesso – uno strumento di soluzione dei conflitti all'interno della compagine sociale e, dall'altro lato, non sollevano istanze di tutela dei soci uscenti analoghe a quelle riscontrabili in tutte le ipotesi sopra citate poiché i loro titolari non corrono il rischio di subire l'espropriazione *forzosa* del valore reale della propria partecipazione [66].

L'assenza di un *exit* forzato non permette certo di avallare l'orientamento favorevole alla libera negoziabilità dei criteri di determinazione del valore del disinvestimento, con conseguente legittimazione di parametri del tutto indipendenti dall'effettivo valore della società, pur nel limite del divieto del patto leonino sopra richiamato[67].

Gli specifici connotati degli accordi di *venture capital* solitamente sottesi all'emissione di partecipazioni autoestinguibili rendono però meritevoli di tutela, ai sensi dell'art. 1322, 2° comma, c.c., eventuali predefiniti correttivi *in pejus* rispetto al valore reale delle partecipazioni dei soci uscenti negoziati tra le parti, connessi al necessario aggiornamento dei termini finanziari del disinvestimento in conseguenza della differenza tra redditività effettivamente realizzata dalle azioni (o dalle quote) e quella minima pattiziamente garantita[68], oppure di vicende relative all'operazione

[66] Più esattamente, alla liquidazione delle partecipazioni sociali autoestinguibili non sarebbe dunque applicabile quella «norma imperativa implicita» (ravvisata nel Lodo arbitrale, 29 luglio 2008, arbitro unico Mazzoni, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 504), che vieta qualsiasi «alienazione *forzosa* della … partecipazione a un valore inferiore a quello che per legge sarebbe il valore minimo di liquidazione in caso di recesso» (corsivo aggiunto).

[67] Si allude all'*Orientamento* n. 66/2018 del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., § 5.

[68] Per taluni spunti, con generale riferimento all'applicazione del principio di meritevolezza, SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., 129; con riguardo alla deroga ai criteri legali di valutazione in caso di ipotesi statutarie di recesso, M. CIAN, *La liquidazione*, cit., spec. 307; GILOTTA, *Recesso e governo*, cit., 173 ss. (proponendo la mitigazione dell'inderogabilità statutaria *in peius* con il ricorso ad accordi parasociali, la cui legittimità andrebbe rimessa ad una valutazione casistica da eseguirsi secondo i criteri già applicati con riguardo ai patti parasociali "ad effetto leonino"); *adde*, rispetto alla s.r.l.: SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, part. 896 s., che ritiene legittimo un criterio convenzionale di liquidazione almeno pari al valore contabile (quindi anche inferiore al valore reale o effettivo), escludendo però l'ammissibilità di

economica retrostante l'emissione di partecipazioni autoestinguibili quali eventuali ritardi o sopraggiunti costi imprevisti nell'esecuzione del progetto imprenditoriale. Peraltro, l'esigenza di una previsione statutaria di correttivi peggiorativi nei criteri di liquidazione della quota è ancor più avvertita per la regolamentazione delle conseguenze dell'inadempimento di eventuali prestazioni accessorie, specificamente richieste ai sottoscrittori di partecipazioni temporanee[69], che abbia inciso negativamente sull'esito dell'operazione economica sottostante.

Torna in considerazione la centralità del collegamento tra partecipazione sociale temporanea ed operazione sottostante, che non si arresta dunque al profilo della *durata*, ma reagisce anche sui *termini economici* del rapporto sociale. Ed in questa chiave trovano valida giustificazione, a mio parere, clausole statutarie volte a comprimere – ma, si badi, non certo ad escludere del tutto – il diritto dei soci ad ottenere il valore netto di liquidazione delle partecipazioni autoestinguibili[70]; prerogativa che risulterà, allora, modulabile in base all'effettivo andamento dello specifico "affare", del quale – in assenza della previsione statutaria di apposite «modalità di rendicontazione» separata, imposte invece in caso di emissione di azioni

previsioni che sopprimano *ex ante* il diritto del socio al valore di liquidazione, giustamente reputato indisponibile stante il «fondamento causale del contratto di società lucrativa inteso quale compartecipazione al rischio e ai risultati economici della gestione (artt. 2247 e 2265 c.c.)» (v. *retro* §§ 5 e 6); e già PORTALE-DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti» per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 1/2009, 27 e PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, vol. 3, cit., 732, contrari alla previsione di criteri di valutazione penalizzanti per le cause legali di recesso (ivi altri riff.). Cfr., da ultimo, anche le riflessioni (riferite alla nota clausola di *roulette* russa) di LIMATOLA, *Lo "stallo decisionale" nelle s.p.a. Disciplina legale ed autonomia statutaria*, Torino, 2023, 227 ss., il quale, ravvisato nelle regole del recesso il principio generale secondo cui spetta al socio uscente la liquidazione del valore attuale dell'investimento, esclude però la meccanica applicazione di tale disciplina in contesti nei quali una maggiore flessibilità si rivela più idonea ad assicurare un equilibrato bilanciamento degli interessi contrapposti (spec. 232 ss.); ed in tale direzione v. già i cenni (nel medesimo contesto) di CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, 1330.

[69] La relativa previsione presuppone evidentemente l'intrasferibilità delle azioni autoestinguibili senza il consenso degli amministratori (art. 2345, 2° comma).

[70] Non è forse un caso che negli statuti di società miste siano presenti clausole che rinviano alle previsioni dei criteri e modalità di liquidazione della partecipazione temporanea del socio privato determinati nel bando di gara/lettera d'invito o nel contratto di impegno del socio privato operativo industriale (così, art. 7, 5° comma, dello statuto della "Amiat s.p.a." citato da COSSU, *Le società "pubbliche"*, in *Trattato delle società*, diretto da Donativi, vol. IV, Milano, 2022, 750, nt. 277).

correlate (art. 2350, 2° comma, 2° pr.) – è tutt'altro che scontato che il bilancio della società offra immediato riscontro [71].

Elementari esigenze di trasparenza nei confronti dei sottoscrittori imporrebbero, pertanto, che l'eventuale previsione statutaria degli anzidetti correttivi sia accompagnata da un'analitica descrizione delle modalità di realizzazione e, soprattutto, di «rendicontazione» degli esiti dell'operazione economica sottostante, nonché da un piano finanziario previsionale dei costi previsti e dei ricavi attesi.

A queste condizioni tali clausole statutarie risulterebbero sicuramente rispettose dell'aleatorietà tipica della partecipazione sociale, consentendo al contempo di adattare alla specifica fattispecie in esame il richiamo alle "prospettive reddituali" contenuto nell'art. 2437-*ter*, 2° comma, la cui applicazione esigerebbe un'adeguata illustrazione da parte degli amministratori, all'esito del parere del collegio sindacale e del revisore legale.

In definitiva, le divisate peculiarità della vicenda sottostante l'emissione di partecipazioni temporanee autoestinguibili paiono precludere il richiamo di tutti gli argomenti posti a fondamento dei limiti all'inderogabilità dei criteri di liquidazione anche nelle ipotesi di recesso convenzionale[72] e, segnatamente: della difficile compresenza, nella medesima società, di regole diverse di valutazione delle partecipazioni del socio uscente a seconda della fonte legale o statutaria della causa di recesso ([73]); dell'omessa distinzione tra cause di recesso legali e statutarie a questi fini ([74]) e della nullità dei patti volti ad escludere o a rendere più gravoso l'esercizio del

[71] Pure a tal proposito tornano in considerazione le affinità della vicenda con il rapporto extrasociale posto alla base di assegnazioni di azioni (o quote) non proporzionali ai conferimenti, rispetto alle quali si riconosce l'ammissibilità di una simile previsione (cfr. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., 129, nt. 132).

[72] La "causa" giustificatrice di eventuali spostamenti di ricchezza conseguenti dall'applicazione dei criteri di liquidazione negoziati tra le parti risiederebbe, dunque, nelle vicende della specifica operazione sovvenuta mediante l'emissione di azioni (o quote) autoestinguibili. Di tal ché non sembrano invocabili le ragioni addotte da DI CATALDO, *Il recesso del socio*, cit., 237, a sostegno dell'inderogabilità dei criteri di valutazione in senso sfavorevole al socio uscente anche nelle ipotesi di recesso convenzionale.

[73] DI CATALDO, *Il recesso del socio*, cit., 237; reputa tale argomento superabile, tuttavia, M. CIAN, *La liquidazione*, cit., spec. 308.

[74] Trae spunto da questo dato letterale Trib. Roma, 15 gennaio 2020, cit.

diritto di recesso (art. 2437, ult. comma) [75].

8. L'autoestinguibilità delle azioni rende poi necessari taluni adattamenti del *procedimento di liquidazione* delineato dall'art. 2437-*quater*, essendo anzitutto incompatibile con l'offerta in opzione ai soci, con il collocamento delle partecipazioni sociali presso terzi e con il loro rimborso effettuato mediante acquisto di proprie azioni da parte della società [76].

La liquidazione delle azioni (o quote) autoestinguibili presuppone qui, piuttosto, il loro annullamento ed il simultaneo versamento ai soci uscenti di una somma di danaro prelevata dal patrimonio netto della società. In presenza di utili e riserve disponibili risultanti dal bilancio regolarmente approvato, l'annullamento delle azioni può essere eseguito senza riduzione del capitale e comporta una mera riduzione della voce di utili o di riserve accantonati e la corrispondente traslazione del valore corrisposto ai soci uscenti al valore nominale delle partecipazioni degli altri soci [77].

Quest'operazione risulta di assoluta semplicità là dove le azioni siano state emesse senza valore nominale, com'è sicuramente opportuno nei casi in cui, già in sede di costituzione della società, sia previsto che parte del capitale sociale sia rappresentata da azioni autoestinguibili. Il loro annullamento determina, infatti, l'automatico incremento della parità contabile delle altre azioni in circolazione, salva la modifica statutaria relativa all'aggiornamento del loro numero, con conseguente obbligo degli amministratori di deposito dello statuto aggiornato (art. 2436, 6°

[75] Questa disposizione è invocata, ad es., da PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 190; di diverso avviso però, M. CIAN, *La liquidazione*, cit., spec. 307, che ritiene la norma appena citata nel testo non richiamabile per le ipotesi statutarie di recesso, nonché, parrebbe, MARASÀ (-CIOCCA), *Recesso e riscatto*, cit., 23, testo e nt. 88.

[76] Come correttamente evidenziato nella motivazione dell'*Orientamento* n. 66/2018 del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., § 4, se le azioni (o le quote) fossero acquistabili da altri soci o dai terzi non potrebbero ritenersi più "a tempo", risultando invece ordinarie.

[77] La tecnica è sostanzialmente equivalente all'operazione di annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale analizzata dalla *Massima* n. 37 (*Annullamento di azioni proprie senza riduzione del capitale sociale*) del Consiglio Notarile di Milano, pubblicata in data 19 novembre 2004 (la cui motivazione può leggersi in *Massime notarili*, cit., 157 ss.) e dall'*Orientamento* H.G.37 (*Riduzione del capitale sociale mediante annullamento di azioni proprie già detenute dalla società* – 1a pubbl. 9/16 – motivato 9/17) del Comitato interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie.

comma).

La sua realizzazione si profila invece ben più complessa ove l'atto costitutivo della s.p.a. abbia specificato il valore nominale di ciascuna azione, non potendosi allora prescindere da una formale modifica statutaria risultante da una delibera dell'assemblea straordinaria di aumento del valore nominale delle azioni ancora in circolazione.

In relazione all'esecuzione della liquidazione (in danaro o in natura), è doveroso sottolineare anzitutto che la stessa deve osservare le regole in tema di distribuzioni ai soci[78], essendo tali i titolari di partecipazioni autoestinguibili, le cui ragioni non possono risultare quindi antergate a quelle dei creditori sociali. Pertanto, in assenza di utili e riserve disponibili sufficienti alla liquidazione dei *soci* "a termine", gli amministratori dovranno convocare l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale o – qualora i soci ritenessero opportuno far coincidere la durata della società con quella di tali partecipazioni sociali – lo scioglimento della società. Tale soluzione estrema non potrà evitarsi nel caso di opposizione di creditori sociali alla delibera di riduzione reale del capitale entro novanta giorni dalla sua iscrizione nel registro delle imprese (artt. 2445 e 2482 c.c.) e di successivo accoglimento della stessa da parte del tribunale competente (art. 2437-*quater*, 7° comma).

9. Appare utile menzionare in chiusura (senza pretendere di poterle approfondire in questa sede) le possibili previsioni statutarie orientate a sancire la preminenza dell'interesse alla prosecuzione dell'attività sociale.

I) Una prima e più semplice soluzione – sorprendentemente non segnalata dalla prassi notarile – consiste nel periodico accantonamento di una quota di utili di esercizio in una riserva statutaria "targata", esclusivamente destinata alla liquidazione delle partecipazioni sociali autoestinguibili alla scadenza del termine (o al verificarsi della condizione risolutiva) previsto(-a) nell'atto costitutivo. Non sembra revocabile in

[78] Lo ricorda opportunamente la *Massima* n. 190 del Consiglio Notarile di Milano, cit.

dubbio, d'altronde, l'ammissibilità dell'attribuzione a tale categoria speciale di azioni o di quote di un diritto particolare sull'utile consistente nel suo vincolo in un'apposita voce del patrimonio netto (cc.dd. riserve "targate" o "personalizzate") da cui vengono poi attinte le risorse per la liquidazione delle partecipazioni sociali "a tempo"[79].

II) La prevenzione della riduzione reale del capitale sociale [80] e del conseguente rischio di scioglimento della società alla scadenza del termine o al verificarsi della condizione risolutiva di autoestinguibilità delle partecipazioni sociali può essere efficacemente conseguita anche con la previsione statutaria della loro *convertibilità automatica* in azioni (o quote) ordinarie in caso di assenza, nel patrimonio netto, di risorse sufficienti ad assicurare la loro liquidazione.

Va premesso al riguardo che, in presenza di una simile clausola, l'ontologica "autoestinguibilità" delle partecipazioni sociali nel senso sopra puntualizzato (§ 2) diviene comunque *condizionata* all'effettiva sussistenza nel patrimonio netto di fondi disponibili per la loro liquidazione; in mancanza dei quali, referente della temporaneità resta il solo profilo *soggettivo* delle partecipazioni sociali [81], di cui divengono titolari gli altri soci in proporzione, che dovranno pertanto provvedere alla liquidazione della quota dei soci uscenti. Ed invero, tale peculiare fattispecie di "convertibilità automatica estintiva condizionata" – che ha dunque l'effetto di rendere le azioni (o le quote) *redimibili* alla scadenza del termine inizialmente convenuto o al verificarsi della condizione risolutiva cui è legato il diritto di *exit* dei soci "a termine" – rappresenta

[79] E cfr., in proposito, SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, vol. 2, Torino, 2014, 1341 s.; TRONCI, *Distribuzione di utili e riserve. Profili patrimoniali e finanziari*, Milano, 2017, 55 s., reputando necessaria una clausola statutaria che disponga l'accantonamento "targato" di utili in favore di una particolare categoria di azioni.
Sulla contigua prassi delle riserve destinate al riscatto di azioni, SFAMENI, *Azioni*, cit., 169, nt. 232.

[80] Per una disamina delle particolarità della riduzione del capitale in caso di partecipazioni temporanee autoestinguibili, v. SESSA, *La partecipazione temporanea*, cit., 107 ss., ove anche il tentativo di ricavare in via interpretativa, in quest'àmbito, uno specifico (ed opportuno) ruolo degli amministratori; l'A. offre altresì una ricostruzione del trattamento dell'estinzione di tali partecipazioni sociali nelle procedure concorsuali (a 118 ss.).

[81] Come rileva CORSICO, *Le partecipazioni*, cit., 107, «la temporaneità non riguarderebbe più la *partecipazione come tale* (il che … implica l'estinzione della stessa durante la vita della società), bensì riguarderebbe *il rapporto sociale nei confronti di determinati soci*, compatibile con la persistenza della partecipazione (finché dura la società) in capo a soggetti diversi».

insomma un prezioso strumento per regolare «il momento estintivo dei diritti particolari incorporati in azioni» o in quote di categoria speciale prescindendo da una riduzione del capitale sociale[82]; viene conseguito, suo tramite, un esito sostanzialmente equivalente rispetto all'adesione all'offerta in opzione nella s.p.a., da parte degli amministratori, delle azioni del socio recedente dagli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute (art. 2437-*quater*, 1° comma) e, nella s.r.l., all'acquisto delle quote dei recedenti dagli altri soci in proporzione all'entità delle loro partecipazioni (art. 2473, 4° comma, 2° pr.).

D'altronde, i recenti dubbi sulla legittimità, per diritto italiano, di una previsione statutaria di convertibilità delle azioni (o delle quote) con la quale siano riconosciuti ai titolari prerogative analoghe alle *convertible preferred shares* americane [83], devono a mio giudizio considerarsi riferiti non già alla convertibilità in sé, sicuramente legittima[84], bensì ai privilegi di natura finanziaria che quegli strumenti attribuiscono in quell'ambiente in virtù del loro inscindibile collegamento con le cc.dd. preferenze di liquidazione (*liquidation preferences*): i quali, mimando caratteri tipici delle obbligazioni convertibili, se meccanicamente trasposti nel nostro ordinamento, insinuerebbero confusione nella qualificazione delle diverse forme di investimento, con i già segnalati pericoli per la certezza dei traffici giuridici (§ 5).

Depongono, piuttosto, nel senso della generale ammissibilità di azioni convertibili, oltreché il già richiamato «principio generale di atipicità delle categorie

[82] Mutuo l'espressione da DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012, 17-18, per il quale tale fattispecie di convertibilità "estintiva" costituisce «un utile sistema per predeterminare le condizioni e i termini di *cessazione* futura dello *status* differenziale … dell'azionista» (*ivi* a 14 s., testo e ntt. 32 s., significativi riferimenti in proposito al fenomeno del *venture capital*).

[83] Si allude alle perplessità di C.A. NIGRO-ENRIQUES, *Venture capital*, cit., 158 ss. e 171 ss.

[84] In senso favorevole si è pronunciata anche la prassi notarile: cfr. *Orientamento* n. 1/2008 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento* ed i cenni, con specifico riguardo alle partecipazioni autoestinguibili, nell'*Orientamento* n. 66/2018, cit., e nella Circolare Assonime n. 6/2023, cit.
E v., pure, l'importante fattispecie di clausola di conversione automatica di azioni privilegiate in ordinarie nella vicenda Cassa Depositi e Prestiti s.p.a., giudicata invalida dal Trib. Roma, 15 gennaio 2020, cit., soltanto in relazione al suo effetto di liquidazione del socio al valore nominale, anziché al *fair value*.

azionarie» (art. 2348, 2° comma) [85], la stretta prossimità – che può cogliersi proprio avendo presente il fenomeno del *venture capital* – dell'interesse sotteso alle partecipazioni sociali autoestinguibili alla fattispecie di convertibilità testualmente prevista in tema di azioni correlate (art. 2350, 2° comma), ove pure si tratta di regolare le conseguenze della cessazione di un «settore» di attività sociale, che ben può consistere in uno specifico progetto imprenditoriale. Con la sola puntualizzazione – neutrale, tuttavia, in punto di ammissibilità generalizzata della tecnica – che, se in presenza di azioni correlate, la previsione statutaria di convertibilità è sostanzialmente *obbligatoria* perché «lo statuto deve *necessariamente* disciplinare le conseguenze dell'eventuale dismissione del settore "correlato" o dell'eventuale cessazione della relativa attività», restando altrimenti esclusa una categoria di azioni dagli utili o dalle perdite della società, in violazione del divieto del patto leonino[86]; la clausola di convertibilità delle partecipazioni sociali autoestinguibili è invece soltanto *facoltativa*, ma comunque *opportuna* in chiave di prevenzione di una possibile causa di scioglimento della società.

Resta fermo che le previsioni statutarie debbano specificare modalità e condizioni della (eventuale) conversione azionaria e che le prerogative riconosciute con la sua operatività non possano tradursi in una "mutazione genetica" dei caratteri della partecipazione sociale, valendo anche a questo proposito il riferimento ai «limiti imposti dalla legge» di cui all'art. 2348, 2° comma, 2° pr., fra i quali spicca il divieto di convenzioni leonine.

---

[85] In tale prospettiva, è stato ritenuto (da PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1306 s.), già all'indomani della riforma delle società di capitali del 2003, che la fattispecie di convertibilità espressamente prevista per le azioni correlate costituisca eccezione ad un principio generale di segno contrario, in forza del quale, in presenza di una previsione statutaria che consenta in via generale la conversione, sussisterebbe la generale legittimazione della maggioranza, con la semplice approvazione delle assemblee speciali delle categorie di azioni coinvolte, a disporre qualsiasi conversione forzata di azioni diverse dalle correlate. Sulla scorta di tali spunti, DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 275 ss. e spec. 283, ravvisa nelle regole sulla convertibilità delle azioni correlate «l'esemplificazione della disciplina propria di ogni ipotesi di automatica convertibilità delle azioni».

[86] Cfr., sebbene con talune attenuazioni (là dove sia previsto un riscatto delle azioni correlate o un recesso convenzionale dei loro possessori), DI CECCO, *Convertibilità e conversione*, cit., 250 ss. e 259, sulla scorta di U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005, 75 ss.

Appare infine corretto investire gli amministratori dell'accertamento dei presupposti di operatività dello strumento della conversione e, quindi: tanto dell'eventuale realizzazione del progetto al quale è legata la temporaneità dell'investimento dei soci "a termine" (cfr. art. 17, 3° comma, TUSP) e/o dell'avveramento della condizione risolutiva di "autoestinzione" delle partecipazioni sociali, quanto dell'effettiva insussistenza di risorse disponibili nel patrimonio netto impiegabili nella liquidazione delle partecipazioni temporanee.

Renato Santagata De Castro

Ordinario di Diritto Commerciale

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

LIABILITY DRIVEN INVESTMENTS DELLE COMPAGNIE, INVESTIMENTI ALTERNATIVI E STRATEGIE DI SOSTENIBILITÀ*

(Liability driven investments of companies, alternative investments and sustainability strategies)

ABSTRACT: *L'investimento guidato dalle passività (LDI), comunemente si definisce come una strategia in cui gli investimenti sono orientati alla passività future. Si tratta di un piano che ben si adatta alla attività assicurativa caratterizzata da un'inversione del ciclo produttivo e da passività future legate agli indennizzi.Il paper indaga sull'impiego della strategia LDI rispetto a investimenti alternativi.*

Liability-driven investing (LDI) is commonly defined as a strategy in which investments are geared towards future liabilities. This is a plan that is well suited to insurance activity characterized by a reversal of the production cycle and future liabilities linked to compensation. The paper investigates the use of the LDI strategy with respect to alternative investments.

SOMMARIO: 1. Premessa.- 2. Strategia di investimento orientata alla passività e investimenti alternativi. - 3- Private equity e principi contabili. – 4. Investimenti alternativi e sostenibilità.

1. La categoria degli investimenti alternativi è identificata in negativo come altro rispetto agli investimenti tradizionali in azioni, obbligazioni e fondi comuni. Volendola descrivere in positivo si può far riferimento a investimenti in asset class non convenzionali come private equity, venture capital, private debt, infrastrutture, e hedge fund. Si tratta di investimenti solitamente riservati agli investitori istituzionali a causa della loro natura illiquida e della necessità di impegnare somme significative di

* Contributo approvato dai revisori.

denaro per un periodo di tempo più lungo; essi rientrano quindi tra l'altro nella più ampia categoria dei *Long Term Investments* ovvero investimenti che per realizzare obiettivi di crescita del patrimonio hanno bisogno di un orizzonte temporale lungo di 5 o più anni. Le compagnie, come investitori istituzionali, rientrano tra i soggetti cui sono destinati.

Nel 2021, gli investimenti complessivi delle compagnie di assicurazione hanno sfiorato i 1.050 miliardi, ed è proseguito la tendenza di diversificazione di portafoglio con l'incremento di asset alternativi.

Gli analisti prevedono che il totale degli asset alternativi in gestione raggiungerà i 23,3 trilioni di dollari entro il 2027[1]. Si tratta di un aumento del 470% rispetto ai 4,1 trilioni di dollari di asset alternativi gestiti nel 2010 e di un aumento del 70% rispetto ai 13,70 trilioni di dollari di asset alternativi gestiti nel 2021.

Anche gli investitori istituzionali, tra cui appunto le compagnie, dimostrano l'intenzione di aumentare i loro investimenti alternativi. La stragrande maggioranza (81%) degli investitori istituzionali intervistati dichiara di voler implementare la propria allocazione di fondi in investimenti alternativi entro il 2025. Solo il 3% intende ridurre la propria allocazione in investimenti alternativi in quel lasso di tempo.

Sono noti i benefici sociali di investimenti di lungo periodo, come tipicamente sono come detto poc'anzi gli investimenti alternativi, in quanto possono significativamente contribuire alla crescita economica rappresentando un canale di finanziamento delle infrastrutture; essi inoltre possono bilanciare la volatilità dei mercati finanziari e sopperire alla mancanza di liquidità; e, infine, possono contribuire alla realizzazione di progetti innovativi ad alto rischio i cui risultati economici potranno venire in evidenza solo in un lungo arco temporale.

Da più parti si lamenta però una diminuzione della propensione ad investimenti di lungo periodo sia da parte degli investitori istituzionali – in particolare Banche, Imprese di Assicurazione, Fondi pensione.

[1] www.fool.com — di Jack Caporal. L'autore richiama le stime di Preqin, una società che fornisce dati e analisi sugli investimenti alternativi.

Le cause più importanti del fenomeno sono in genere individuate: nei metodi per la misurazione della *performance* dei manager in genere basati sul breve periodo della informazione e della decisione , nell'adempimento degli obblighi normativi e in particolare in un'attenzione alla trasparenza attuata con la sempre più frequente e obbligatoria pubblicazione di dati di breve periodo riguardo l'attività dell'impresa.

A ciò si aggiunga il cambiamento delle regole e delle modalità della vigilanza dei mercati in cui gli investitori istituzionali operano che ha aperto ad un mercato sempre più speculativo guidato da una finanziarizzazione dell'economia reale, la quale ha portato a reazioni regolatorie, prudenziali incentrate sulla tenuta della liquidità degli assets, che ne hanno a loro volta incentivato il progredire[2].

2. La strategia fondata su *liability driven investments* LDI, ovvero orientata dalle passività, può essere un motore per gli investimenti alternativi.

L'investimento guidato dalle passività (LDI), comunemente si definisce come una strategia in cui gli investimenti sono orientati alla passività future. Si tratta di un piano che ben si adatta alla attività assicurativa caratterizzata da un'inversione del ciclo produttivo e da passività future legate agli indennizzi.

Come noto, l'operazione economica sottesa al contratto di assicurazione è caratterizzata da un processo che muove da due materie prime (i rischi e la moneta) per dar vita a due tipologie di prodotti: garanzie e investimenti finanziari. Caratteristica di tale processo sarebbe la sua inversione riferibile ad una caratteristica dei flussi finanziari per cui i ricavi precedono i costi, a fronte di debiti condizionali nei confronti

[2]Si veda il volume, che riprende gli atti di un convegno sul tema organizzato dall'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE): *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, a cura di Morera e De Poli, Torino: Giappichelli, 2017 e in particolare l'introduzione di U. MORERA, *ivi*, p. XII dove l'autore considera la dimensione temporale del mercato finanziario. Sul punto anche i contributi di P. CIOCCA, *Tempo logico e tempo storico in economia e in finanza*, *ivi*, p 15 ss. e M. Polato, *Tempo e rischio nelle valutazioni finanziarie*, *ivi*, p. 33; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il tempo e il denaro. Riflessioni*
di un giurista, in *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, citt., in specie pp. 5-8 e T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, Il Mulino, 2009; G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, Cedam, 2011, p. 29.

degli assicurati. Funzionale a questa inversione del ciclo produttivo è l'accantonamento in poste passive del bilancio, c.d. riserve tecniche, di quella parte dei premi che, sulla base di calcoli attuariali, si individua come necessaria al fine di far fronte agli impegni assunti con gli assicurati. Una simile operazione gestionale assume rilevanza giuridica allorché il legislatore, per tutelare gli interessi degli assicurati, disciplina il sistema di costituzione delle riserve.

Da qui il principale collegamento tra impresa e contratto di assicurazione al di là degli evidenti riferimenti normativi (si pensi in particolare agli artt. 11 e 13 del codice delle assicurazioni e all'art. 1883 c.c.) che hanno portato parte della dottrina a ritenere che l'elemento unificante e caratterizzante del tipo "contratto di assicurazione" fosse proprio la necessaria presenza di un'impresa assicuratrice e delle tecniche di gestione del rischio attraverso la ripartizione dello stesso all'interno della comunione degli assicurati [3]. Da qui ancora la rilevanza della determinazione del premio in ragione del rischio ai fini della qualificazione del contratto in termini di contratto di assicurazione.

Le strategie orientate dalle passività sono comunemente utilizzate per coprire le passività attuali e future attraverso l'acquisizione di attività e includono anche

[3] Così C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione*, *Assicurazioni sulla vita*, vol. III, Milano, 1887, 2 ss.; ID., *Il contratto di assicurazione: le assicurazioni terrestri*, I, Milano, 1886, 33. In senso analogo più recentemente V. DURANTE, *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm*., 1946, I, 571 ss.; N. GASPERONI, voce *Contratto di assicurazione*, in *Noviss. Dig. it.*,IX, Torino, 1957, 586 ss.; S. SOTGIA, *Contratto di assicurazione con premio in base ad elementi di rischio fluttuanti*, in *Scritti giuridici in onore di A. Scialoja*, vol. II, Bologna, 1952, 639-640; ID., *La prestazione dell'assicuratore*, in *Assicurazioni*, 1959, I, 365 ss.; L. MOSSA, *Sistema del contratto di assicurazione nel libro delle obbligazioni del codice civile*, in *Assicurazioni*,1953, I, 149 ss.; A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, III, *Il diritto del contratto di assicurazione*, sez. II, *La disciplina delle singole specie (rami) di assicurazione*, Milano, 1956, 13 ss.; ID., *La causa nel contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1950, I, 228 ss.; F. CARRESI, *Osservazioni sulla causa dell'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1960, I, 125-126; A. PINO, *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, *ivi*, 1960, 236 ss.; L. BUTTARO, *Moderni orientamenti sul concetto giuridico di assicurazione nella dottrina italiana*, *ivi*,1962, I, 179 ss.; R. CAPOTOSTI, *L'alea nel contratto di assicurazione*, in *Foro it*., 1960, IV, 16 ss.; G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'istituto nazionale delle assicurazioni*, Roma, 1963, 111 ss.; G. FANELLI, *Pluralità di assicurazioni e pluralità di assicurati*, in *Assicurazione e responsabilità. Quarto convegno per la trattazione di temi assicurativi, Venezia 3-4-5 – Ottobre 1960*, Milano, 1962, 37 ss.; A. GAMBINO, *La neutralizzazione dei rischi nella struttura e nella funzione giuridica unitaria del contratto di* assicurazione, in *Riv. dir. comm.*,1985, I, 215; G. VOLPE PUTZOLU, L*'assicurazione privata contro gli infortuni*, Milano, 1968, 46; ID., *Le assicurazioni Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, 62 ss.; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu – Messineo*, XXXVI, 1, Milano, 1973, 27 ss.; A. ANTONUCCI, *Assicurazione tra impresa e contratto*, Bari, 1994, 1-54.

investimenti alternativi in particolare fondi di private equity, immobili e infrastrutture.

Quindi, l'approccio generale d'investimento *liability-driven* consiste nel minimizzare e gestire il rischio di passività, attraverso la generazione di rendimenti patrimoniali che le possano compensare. In questo la funzione è assimilabile a quella ~~che~~ della riassicurazione.

Anche le ragioni che stanno alla base della stipulazione di contratti di riassicurazione da parte delle imprese di assicurazione sono di tipo tecnico/gestionale: per quanto riguarda le operazioni del ramo danni, vi è la ripartizione del rischio, l'aumento della capacità di sottoscrizione, l'equilibrio del portafoglio, la stabilità dei risultati, il rafforzamento della solidità finanziaria, la necessità di ridurre le fluttuazioni relative all'andamento dei rischi assunti ed in particolare la fluttuazione in senso crescente dovuta al verificarsi di uno o più sinistri di entità molto rilevante, ad esempio in caso di catastrofali, e la oscillazione del danno aggregato annuale in comparazione con il valore atteso.

Nel ramo danni, in specie in caso di eventi catastrofali, gli assicuratori si trovano ad assumere rischi non aventi caratteristiche che consentono un buon livello di risk pooling e in particolare una sufficiente omogeneità di rischi sia qualitativa (dal punto di vista dello stato dei rischi coperti) sia quantitativa (dal punto di vista delle somme assicurate). Risulta infatti nel concreto impossibile formare un portafoglio perfettamente omogeneo e l'assicuratore ha necessità di liberarsi dell'onere derivate dal capitale eccedente rispetto al c.d. pieno di conservazione [4]

Si distingue comunemente una riassicurazione facoltativa e una obbligatoria [5]. La riassicurazione facoltativa (sia essa proporzionale che non) ha ad oggetto un singolo

[4] Il pieno di conservazione viene individuato principalmente in dipendenza dei seguenti fattori: capitale e riserve libere; dimensioni del portafoglio; tipo di affari trattati; margine di sicurezza caricato sul premio; prezzo che la compagnia è disposta a pagare per la riassicurazione; probabilità di rovina; politica di investimento della compagnia; tipo di riassicurazione; orizzonte temporale. Cfr. R.L. CARTER, *Reinsurance*, London, 1979, p. 10 ss.

[5] Si tratta di classificazioni ormai consolidate a livello internazionale si veda J. F. WAHLIN, *Reassurance*, Bruxelles, 2012, p. 22 ss. (sulla riassicurazione proporzionale) e p. 74 ss. (sulla riassicurazione non proporzionale). Vedi in anche nella dottrina italiana per l'inquadramento del fenomeno E. PIRAS, *Riassicurazione*, Napoli, 2023.

rischio offerto ad uno o più potenziali riassicuratori, i quali sono del tutto liberi di accettare o rifiutare l'offerta dell'assicuratore.

Solitamente si ricorre a questa forma di riassicurazione per rischi speciali e/o di particolare pericolosità, nonché per gestire rischi che non sono normalmente trattati dal riassicurato/cedente che intende avvantaggiarsi del know how e dell'expertise di riassicuratori specializzati. Come precedentemente accennato, la riassicurazione facoltativa può assumere forma proporzionale o non proporzionale.

Si dice proporzionale la forma di riassicurazione facoltativa quando si ha una proporzionalità tra rischio ceduto, premio pagato dalla "cedente", sinistro "recuperato".

Il collocamento del rischio assicurativo è preceduto dalla presentazione del rischio ai riassicuratori, solitamente con un riassunto dei dati essenziali contenuti in un documento chiamato placement slip o offerta di collocamento del rischio.

La riassicurazione obbligatoria (sia essa proporzionale che non) si ha in presenza di trattati con i quali l'assicuratore si impegna a "cedere" e il riassicuratore ad accettare ad esempio una certa quota prefissata di ogni rischio.

Abbiamo poi i trattati facoltativi/obbligatori ovvero accordi con cui la "cedente" ha la facoltà di "cedere" i rischi mentre il riassicuratore ha l'obbligo di accettare una quota dei rischi specifici sottoscritti dalla "cedente".

All'interno dei trattati distinguiamo quelli proporzionali da quelli non proporzionali. Il trattato proporzionale è un contratto in cui un'impresa di assicurazioni si impegna a cedere e il riassicuratore ad accettare una quota prefissata di ogni rischio originariamente sottoscritto dalla "cedente".

Oltre ai modelli sopra descritti della riassicurazione facoltativa e obbligatoria, dobbiamo ricordare la riassicurazione mediante pool di assicuratori.

In quest'ultimo caso la ripartizione dei rischi avviene mediante un contratto tra imprese di assicurazione volto a costituire appunto quello che in gergo tecnico è definito un *Insurance Pool*. L'accordo sottostante tra le imprese assicuratrici aderenti al Pool prevede che ognuna versi una parte dei premi per una particolare categoria di

rischi in un fondo comune e che si ripartisca il totale dei danni accaduti nella stessa proporzione dei premi versati o secondo altri criteri.

Da ultimo, la riassicurazione ha visto un importante innalzamento dei premi, anche a causa della crescita della frequenza di eventi catastrofali, questo ha spostato l'attenzione sullo strumento del risk pooling tra assicuratori e all'uso di *Cat Bonds* ovvero titoli che consentono al titolare di ricevere liquidità al superamento di un certo trigger che potrà essere identificato in un evento generatore di passività per il titolare del titolo.

In questo la riassicurazione, i pool di assicuratori e i *Cat Bonds* condividono la funzione di copertura rispetto a passività future come i LDI presentando però una maggiore complessità nella costruzione giuridica e economica[6].

3. Criticità nell'uso della LDI riguardano aspetti di bilancio e in particolare la valutazione a fair value degli strumenti di investimento alternativi in contrapposizione alle valutazioni di costo all'acquisizione o alla produzione. Si tratta di una criticità che emerge dall'applicazione del principio contabile IFRS 9 che informa i bilanci delle compagnie.

L'IFRS 9 è entrato in vigore dal 1° gennaio 2018. Il nuovo modello di impairment dovrebbe determinare una rilevazione anticipata delle perdite sugli strumenti finanziari (non più un approccio basato sulle perdite «incurred» previsto dallo IAS 39

[6]Il *cat bond* è uno strumento finanziario che protegge un rischio assicurativo attraverso un sistema complesso che vede:
- costituzione di una società veicolo "*special purpose vehicle*" (SPV);
- rapporto tra assicuratore o riassicurazione (c.d. *sponsor*) e SPV che ha alla base un processo di cartolarizzazione dei rischi assicurativi ovvero la loro cessione attraverso l'emissione e il collocamento di titoli obbligazionari.
I rischi vengono ceduti alla società veicolo che ne versa al cedente il corrispettivo economico ottenuto attraverso l'emissione ed il collocamento di titoli obbligazionari. La SPV ha come oggetto:
- emettere obbligazioni cedendo il rischio assicurativo agli investitori
- mantenere il nozionale (valore sottostante per il *pricing*) in un conto separato c.d. *collateral* (investito in *assets* di *rating* primario).
V. S. LANDINI, *Assicurazione del rischio in agricoltura*, in *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, a cura di Sara Landini, Napoli, 2023, pp. 158-160.

ma su quelle «expected»)[7].

Nella valutazione a fair value si guarda al valore che si può ottenere dalla vendita di una attività. Questo può determinare minus o plus valenze che andranno in conto economico, il che dà luogo a volatilità dei risultati, soggettività della valutazione, minore comparabilità intertemporale.

4. L'investimento in private equity può rappresentare uno strumento a sostegno delle piccole e medie imprese, che svolgano un'attività a impatto green e social. Per questo vede "stimoli" normativi e conseguenti strategie di sostenibilità delle imprese di assicurazione. Come è noto,il concetto di sostenibilità ormai da tempo ha penetrato anche il settore assicurativo, così come la più ampia comunità finanziaria ed economica. Gli assicuratori valutano come le questioni ambientali, sociali e di governance aziendale (ESG) influiscono sulle assicurazioni e sugli investimenti, nonché su come i portafogli assicurativi e di investimento influiscono sull'ambiente e sulla società [8].

L'Unione Europea ha aggiornato il precedente regolamento sulla governance, integrandolo con disposizioni specifiche riguardanti gli aspetti della sostenibilità. Il regolamento delegato 1256/2021 ha modificato i passati regolamenti proprio per

[7] Stefano De Polis Segretario Generale IVASS Il bilancio di esercizio assicurativo IAS/IFRS: prime valutazioni dei profili fiscali, in www.ivass.it, 2024: "l'applicazione dal 1° gennaio 2023 dell'IFRS 17 ha completato il *framework* IAS/IFRS per la redazione del bilancio assicurativo consolidato e dato nuovo slancio e reso più robusto il progetto di revisione del quadro contabile del bilancio di esercizio. L'utilizzo di *standard* contabili conosciuti e diffusi a livello europeo e internazionale migliora la qualità e la comparabilità dei bilanci, favorisce l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese, rafforzandone la solidità patrimoniale, la capacità di investire in innovazione e la competitività. Una prospettiva che ben si incontra con il crescente ruolo del settore assicurativo nelle politiche di resilienza del Paese rispetto a rischi catastrofali che richiederà l'allocazione nel tempo di significativi capitali da parte del sistema assicurativo."

[8] Sulla integrazione della sostenibilità nella governance si veda E. GIUSTI, *Biodiversità e diritto del mercato assicurativo e finanziario*, Napoli, 2024, p. 197 ss.; S. LANDINI, *ESG, Green Finance, assicurazioni e previdenza complementare*, in *Corporate Governance*, 1/2022, p. 221 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *Patrimonio culturale e fattori ESG nel mercato assicurativo*, in *DIMAF*, 2020, p. 53 ss.; B. SCHOLTENS, *Corporate social responsibility in the international insurance industry. Sustainable Development*, 19(2), 2011, pp.143-156; A. CANDIAN, *Il diritto delle assicurazioni, la misurazione dei rischi dell'impresa assicurativa ed il bagaglio del giurista: l'esempio di Solvency II*, in MATTEI-CANDIAN-POZZO-MARCHETTI-MONTI (a cura di), *Un giurista di Successo – Studi in onore di Antonio Gambaro*, Milano, 2017, p. 1456.

quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità all'interno della gestione dei rischi in un'impresa di assicurazione[9]. In collegamento con questo il Regolamento Delegato 2021/1257, che modifica i Regolamenti Delegati (UE) 2017/2358 e 2017/2359, descrive cosa devono o non devono fare gli Intermediari e le Imprese di Assicurazione che realizzano prodotti assicurativi in merito alla questione sostenibilità.

Le imprese di assicurazioni si confrontano anche con la normativa delle dichiarazioni non finanziarie. La direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (direttiva 2014/95/UE, direttiva NFRD) è stata adottata nel 2014, recepita nella nostra legislazione con il D.Lgs. 254/2016 ed applicata per gli esercizi finanziari a decorrere dal gennaio 2017. A metà dicembre 2022 è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale UE la Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD ovvero la Direttiva n. 2022/2464 riguardante la rendicontazione societaria di sostenibilità, modificativa della Direttiva 2013/34/UE, concernente l'obbligo di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario per imprese di grandi dimensioni.

Risulta però difficile pensare che questo quadro normativo riesca a compensare le criticità per gli investimenti alternativi nella strategia LDI, evidenziate a livello di bilancio, a meno che non si riesca a mitigarle. Forse una data analytics guidata da sistemi di intelligenza artificiale può consentire di disegnare meglio gli scenari e ridurre

[9] Sul tema della finanza sostenibile si veda BENJAMIN J. RICHARDSON, *The Equator Principles: The Voluntary Approach to Environmentally Sustainable Finance*, 14, in *European Energy and Environmental Law Review*, 2005, Issue 11, pp. 280-290; S. SCOTTI CAMUZZI, *Finanza etica ed etica della finanza. La "responsabilità sociale dell'impresa" nel settore della finanza*, in *Jus*, 2005, p. 103 ss.; F. BELLI, *Finanza etica: una riflessione*, in *Dir. banca merc. fin*., 2007, p. 3 ss.; S. BERETTA E A. PERRONE, *La dimensione etica della finanza*, in *Iustitia*, 2014, p. 237 ss. Con specifico riferimento al comparto assicurativo, P. NEGRI, *Responsabilità sociale dell'impresa e finanza etica. Le scelte del legislatore e le implicazioni per il settore assicurativo*, in *Dir. econ. ass*., 2007, p. 415 ss.; S. BERETTA E A. PERRONE, *La dimensione etica della finanza*, in *Iustitia*, 2014, p. 237 ss.; J. SANDBERG, *Toward a Theory of Sustainable Finance*, Belin, 2018. ALQUBAISI, KHALED, AND HAITHAM NOBANEE, *The Impact of Sustainability on Performance of Insurance Companies*, http://www.sustainablefinance.ch; VERTUCCI, *L'etica quale fonte della responsabilità sociale d'impresa*, in *Nuovo dir. soc*., 2019, p. 683 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*., 2019, p. 188 ss.

il rischio di volatilità degli investimenti alternativi valutati a fair value.

Uno dei vantaggi più significativi della tecnologia AI è infatti la sua capacità di analizzare vasti set di dati in modo rapido e accurato. L'intelligenza artificiale ha una capacità superiore di identificare modelli non lineari nei dati (come fondamentali, indicatori tecnici e macroeconomia), vedere come tali modelli si sono sviluppati nel tempo e come interagiscono e usarli per prevedere i rendimenti futuri utilizzando algoritmi di apprendimento automatico. Queste previsioni vengono comunicate ai gestori di portafoglio per informarli sui potenziali cambiamenti di mercato in arrivo, consentendo loro di adottare tempestivamente le azioni più appropriate.

Rilevando in anticipo le interruzioni nei modelli di lunga data e la dissonanza tra i prezzi di mercato e i dati fondamentali/macro, l'intelligenza artificiale può fornire ai gestori patrimoniali informazioni preziose per minimizzare il rischio e prendere decisioni più efficaci con le loro strategie quantitative e discrezionali. Ciò è particolarmente rilevante nei periodi volatili, in cui aumenta la necessità di un processo decisionale efficace, insieme alla necessità di agire rapidamente.

Sara Landini

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università di Firenze

DOLLARO, EURO E YUAN: TRE VALUTE GLOBALI IN CERCA DI UN EQUILIBRIO GRAVITAZIONALE *

(Dollar, euro and yuan: three global currencies looking for a gravitational balance)

ABSTRACT: *Questo intervento analizza il ruolo della finanza alternativa all'interno del contesto economico globale, con particolare attenzione alle dinamiche dei mercati finanziari. Alla luce della evidente preponderanza della finanza rispetto all'economia reale, l'assenza di un sistema di regolamento delle criptovalute in Europa costituisce una questione urgente e non più procrastinabile. L'analisi si sviluppa considerando indicatori economici chiave, quali la distribuzione della ricchezza globale, il debito pubblico e le aree di influenza delle tre principali valute, il Dollaro, l'Euro e lo Yuan. L'intervento si concentra successivamente sui fattori che determinano il ruolo egemonico del dollaro, ora messo in discussione dall'ascesa dello Yuan, soprattutto sul piano commerciale e finanziario. Vengono analizzate le infrastrutture finanziarie e tecnologiche su cui si reggono le tre valute esaminate. Infine, l'intervento si concentra sull'architettura finanziaria dell'Eurozona, analizzando i problemi posti dalla divergenza nei tassi di interesse tra gli Stati membri e il futuro degli degli Eurobond. È evidente che solo una regolamentazione finanziaria efficace a livello europeo potrà preservare l'influenza globale dell'Europa in un contesto economico caratterizzato da rapidi mutamenti e sfide geopolitiche sempre più complesse.*

This intervention analyzes the role of alternative finance within the global economic context, with particular attention to the dynamics of financial markets. In light of the evident dominance of finance over the real economy, the lack of a regulatory system for cryptocurrencies in Europe constitutes an urgent issue that can no longer be

* Contributo approvato dai revisori.

postponed. The analysis develops by considering key economic indicators, such as global wealth distribution, public debt, and the areas of influence of the three main currencies: the Dollar, the Euro, and the Yuan. The intervention then focuses on the factors determining the hegemonic role of the dollar, now challenged by the rise of the yuan, particularly in the commercial and financial spheres. It analyzes the financial and technological infrastructures underlying the three currencies examined. Finally, the intervention focuses on the financial architecture of the Eurozone, analyzing the issues posed by the divergence in interest rates between member states and the future of Eurobonds. It is evident that only effective financial regulation at the European level can preserve Europe's global influence in an economic context characterized by rapid changes and increasingly complex geopolitical challenges.

SOMMARIO: 1. Regolamentare le criptovalute nel contesto delle nuove dinamiche economiche globali. – 2. Le determinanti dell'egemonia valutaria americana e lo spettro della dedollarizzazione. – 3. L'architettura finanziaria dell'Eurozona e il futuro degli Eurobond.

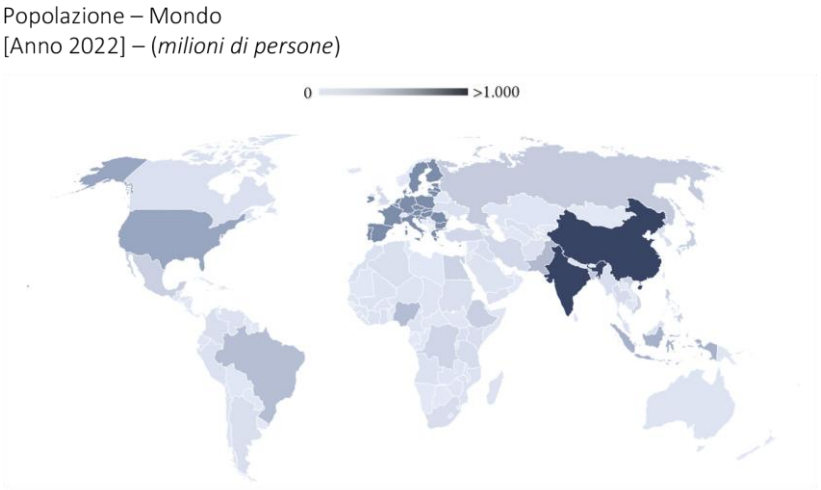
1. Questo intervento è particolarmente complicato, innanzitutto perché chiude la sessione e poi perché Francesco Capriglione, colui che ho sempre considerato un padre putativo, mi ha chiesto di affrontare un tema particolarmente *disruptive*, considerando anche che il mondo sta cambiando con estrema rapidità. Si pensi all'adozione da parte della Cina, ormai da svariati semestri, dello Yuan digitale, mentre da noi l'adozione di un'analoga valuta digitale non ha mai superato la fase delle dichiarazioni di intenti. Sempre confrontando la velocità di evoluzione cinese con la nostra, a Pechino abbiamo una banca centrale in grado di imporre il blocco dei movimenti di capitale e del *mining* nel momento in cui si accorge che la sua voce 'errori ed omissioni' iniziava a crescere in maniera incontrollata. Infatti, per via delle criptovalute si verificavano delle importantissime fuoriuscite di capitali. Qui da noi, invece, stiamo ancora ipotizzando differenziali di tassazione su prodotti cripto rispetto a prodotti finanziari, forse sottovalutando la rilevanza nel mercato di alcuni prodotti

finanziari che hanno sottostanti criptovalute.

Passiamo in rassegna alcune statistiche chiave che danno l'idea di questa fortissima evoluzione, prima di analizzare le prospettive europee, in cui si intrecciano il meccanismo finanza-economia e le decisioni di politica economica.

Dalla figura 1 emerge chiaramente una significativa differenza di concentrazione a livello globale.

Figura 1

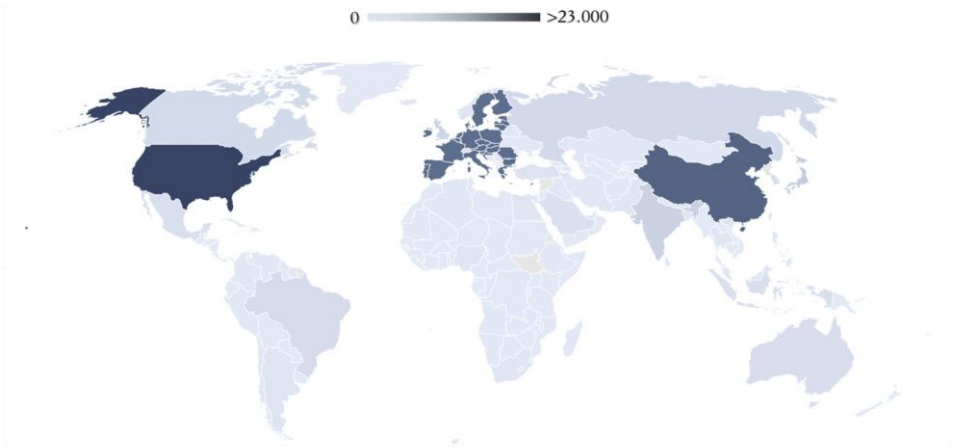


Fonte: Banca Mondiale, ONU – elaborazioni dell'autore.

Questo dato fa parte delle dinamiche di creazione di valore e di prodotto interno lordo, che al momento non sono perfettamente riflesse nella distribuzione del prodotto interno lordo (figura 2).

Figura 2

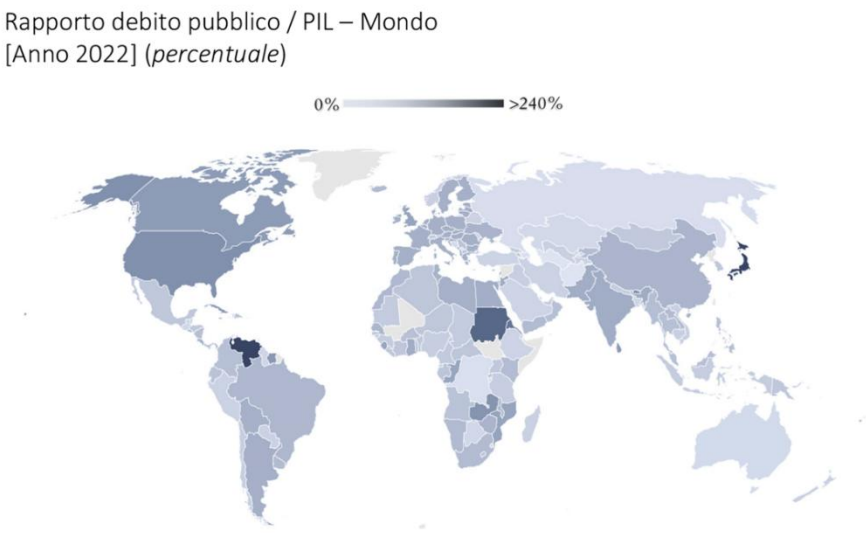
Prodotto Interno Lordo – Mondo
[Anno 2022] – (*miliardi $*)



Fonte: Banca Mondiale, FMI, OCSE, Eurostat, FED – elaborazioni dell'autore.

La figura 3 analizza il rapporto debito pubblico/PIL, un tema tornato prepotentemente attuale con il nuovo Patto di Stabilità. Gli effetti degli ultimi anni si riflettono chiaramente sulle dinamiche di questo rapporto nei vari paesi a livello globale, distinguendo tra aree regolate secondo modalità differenti. Inoltre, si può cogliere l'importanza dei mercati finanziari, poiché è evidente che, essendo la finanza di gran lunga più ampia dell'economia reale, essa è in grado di intercettare le capacità di indebitamento delle diverse aree valutarie.

Figura 3

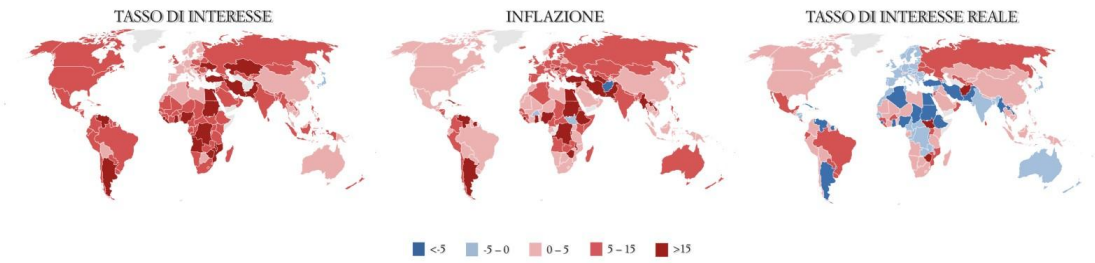


Fonte: Banca Mondiale, FMI, OCSE.

La figura 4 mostra tre differenti grafiche, che mettono a confronto il tasso d'interesse, l'inflazione e il tasso di interesse reale. Notiamo come cambia drammaticamente la situazione proprio sui flussi finanziari di indebitamento, ma anche di finanziamento, che caratterizzano le economie a livello globale. Ma qui si nota già una importante differenza: l'area Euro è 'raffreddata' dal punto di vista reale. Emerge anche la differenza tra le determinanti dell'inflazione nelle due principali aree valutarie, dollaro ed euro. Infatti sappiamo che l'inflazione nell'area del dollaro è un'inflazione da domanda, mentre quella nell'area euro è un'inflazione da offerta. Tutto ciò si riflette nell'operatività dei sistemi finanziari.

Figura 4

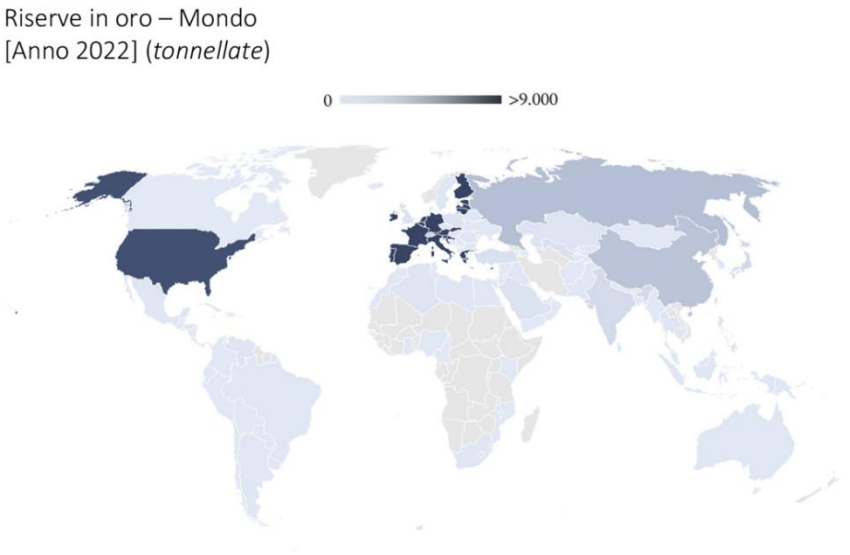
Tassi di interesse, Inflazione, Tassi di interesse reale – Mondo
[Anno 2022] – (*percentuale*)



Fonte: Banca Mondiale, FMI, US Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Statistics of China, Eurostat – elaborazioni dell'autore.

All'interno di questo contesto non può mancare una riflessione sull'oro (figura 5), poiché, oltre ad essere il bene rifugio per eccellenza, è stato anche il principale strumento nell'operatività finanziaria per lungo tempo, influenzando l'attività reale, soprattutto quando si interfacciava con quella finanziaria, ad esempio nelle dinamiche di copertura dei rischi. Nella figura 5, che mostra le riserve auree nel mondo, balza subito all'occhio che il Regno Unito è di colore molto chiaro. Questo perché il Regno Unito non possiede riserve auree, pur essendo un importante centro di deposito esterno di oro. Il Regno Unito ha 'smantellato' le proprie riserve d'oro, nella previsione dell'avvento di un nuovo mondo finanziario con nuovi equilibri, in cui si sta facendo spazio l'idea che il bitcoin possa rappresentare il nuovo riferimento di materia pregiata al posto dell'oro. Personalmente, ho qualche perplessità al riguardo. Ciò non toglie che in determinati sistemi finanziari, come quello della Gran Bretagna, sia stata presa una decisione chiara su come strutturare la propria posizione riguardo a un tema chiave che influisce sulle dinamiche economiche. Il ruolo dell'oro, per motivi storici ben noti, rimane strettamente legato a quello del dollaro nell'economia globale.

Figura 5



Fonte: World Gold Council – elaborazioni dell'autore.

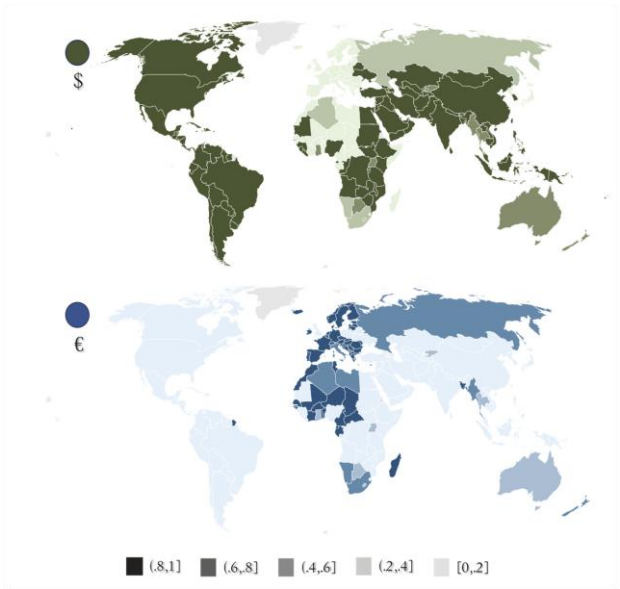
2. Una lettura corretta di queste informazioni globali che vi ho appena illustrato non può certamente prescindere dall'analisi di come il dollaro sia riuscito ad assumere il ruolo egemone. Oltre alle note vicende storiche – a partire dagli accordi di Bretton Woods – la posizione del dollaro è stata favorita anche da una questione tecnologica, ovvero la triade infrastrutturale che garantisce il sistema dei pagamenti delle transazioni finanziarie. Questa triade si compone del sistema di messaggistica SWIFT (gestito dalla Federal Reserve e dalla BCE), e dai due sistemi di regolamento delle transazioni, il CHIPS (Clearing House Interbank Payments System) e il Fedwire Funds Service, entrambi di proprietà della Federal Reserve. Negli ultimi decenni, il dollaro è diventato ciò che è oggi, e il mondo, dopo il crollo dell'Unione Sovietica, è passato da essere 'bipolare' a diventare monopolare, con una forte trazione statunitense. In questa crescente monopolarità, un aspetto rilevante è la nascita dell'euro, una valuta che si inserisce in un'area particolarmente influente nell'economia globale

Nella figura 6 notiamo l'influenza del dollaro e l'influenza dell'euro dal punto di

vista del regolamento delle transazioni. Purtroppo l'euro subisce una grave battuta d'arresto nel 2008, quando a Deauville due capi di stato, quello francese e quello tedesco, decisero che non esiste il risk-sharing nell'Eurozona e che, di conseguenza, non ci sarebbe stata possibilità di reciproco soccorso tra gli stati in caso di difficoltà finanziarie. Proprio in seguito a questo accordo l'euro iniziò a perdere colpi, se non altro nel funzionamento dei sistemi finanziari. Ad esempio, il credit default swap (CDS) copre dal rischio di credito, e esistono CDS sui rischi sovrani. Fino al 2008, se una banca avesse voluto assicurarsi contro il rischio di fallimento di un paese membro dell'Eurozona, quel contratto sarebbe stato regolato in euro. Dopo l'incontro di Deauville, che ha dato origine a una serie di politiche che hanno indebolito la credibilità della nostra area valutaria, iniziò a emergere un credit default swap sul rischio dei paesi dell'Eurozona regolato in dollari. Questo accade perché, se l'architettura dell'Eurozona diventa più fragile, c'è il rischio del fallimento di uno stato sovrano importante, e la possibilità che questo possa uscire dall'euro potrebbe causare un 'Euro Breakup'. È proprio la prospettiva dell'Eurobreakup a rendere meno interessante per gli investitori un CDS regolato in euro. Al contrario, un contratto regolato in dollari offre una copertura più ampia, proteggendo contro vari eventi, tra cui il rischio che un grande paese dell'Eurozona possa entrare in crisi, ma anche contro un contraccolpo significativo nell'intera area. Oggi, il CDS in euro è stato 'discontinuato' dai mercati finanziari, e l'unico CDS disponibile è quello in dollari. Inoltre, ci sono altri strumenti legati alle commodities, che hanno visto il ruolo dell'euro perdere forza sulle principali materie prime (come prodotti energetici, materie prime e metalli preziosi).

Figura 6

Influenza Dollaro *vs* Euro
[Anno 2022] – (*milioni di dollari*)



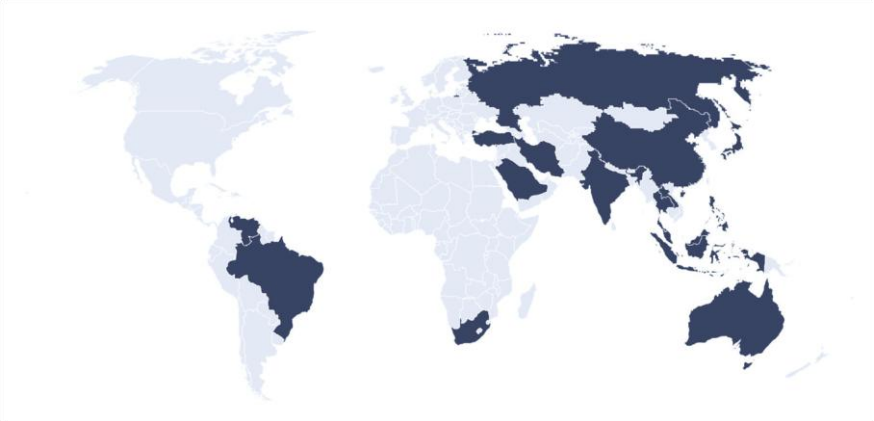
Fonte: Bloomberg LP, Bank for International Settlements, FMI, US Bureau of Economic Analysis, Banca Mondiale, FED, Eurostat, BCE – elaborazioni dell'autore.

L'altro evento importante di questi ultimi anni è la crescita della Cina. La Figura 7 mostra le aree in cui l'interscambio commerciale globale è dominato dallo Yuan, mettendo in luce il possibile inizio di una dedollarizzazione dell'economia globale. Il mondo monopolare a trazione statunitense, dopo aver 'superato' l'insidia rappresentata dalla nascita dell'euro più di vent'anni fa, ora si trova a fare i conti con una insidia ben più pericolosa, rappresentata dalla crescita economica cinese e dell'importanza dello Yuan a livello globale, a partire dal profilo dello scambio commerciale. Anche la Cina si è dotata di una componente infrastrutturale analoga a quella adottata dall'occidente: il CIPS (Cross-Border Interbank Payment System). Proprio questo sistema, unito all'operatività della banca centrale russa e allo yuan digitale, ha tenuto in piedi l'economia russa durante il conflitto russo-ucraino, riducendo l'impatto delle sanzioni. Negli ultimi anni, la Cina ha promosso una serie di iniziative, tra cui la più famosa è la cosiddetta Via della Seta. Inoltre, ha effettuato cospicui investimenti nei paesi africani. È interessante notare che recentemente

l'Unione Africana è entrata nel G-20, si è dotata di un proprio parlamento e di una struttura di governance, e attualmente sta valutando la possibilità di introdurre una valuta comune. Se da un lato il dollaro rimane la valuta egemone, questo status è senz'altro progressivamente insidiato dallo yuan.

Figura 7

De-dollarizzazione dell'economia globale
[Anno 2022]



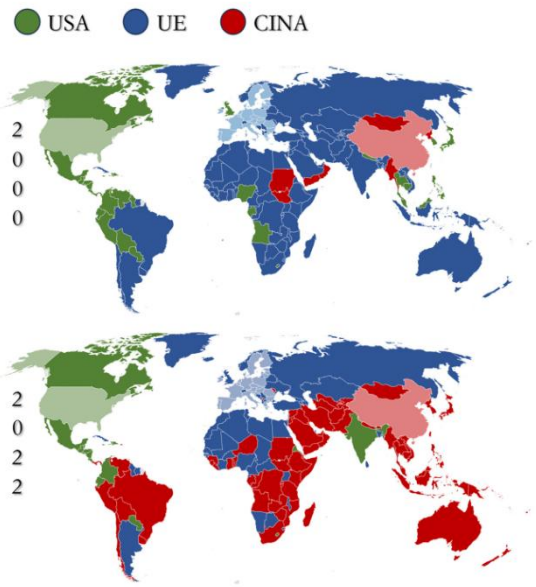
Fonte: Bloomberg LP, Bank for International Settlements, FMI, US Bureau of Economic Analysis, Banca Mondiale, FED – elaborazioni dell'autore.

La Figura 8 mette a confronto la situazione dell'interscambio commerciale globale (con la prevalenza di USA, UE e Cina) nel 2000 e nel 2022. In questa evoluzione, un ruolo chiave è svolto, ad esempio, dalle terre rare, soprattutto in considerazione della crescente adozione di politiche volte a favorire la transizione verso l'auto elettrica. Va però segnalato che la Cina si trova in controtendenza nelle decisioni riguardanti le criptovalute: la PBC, con la sua rapidità nell'introdurre lo Yuan digitale, ha di fatto spiazzato il mercato delle criptovalute. Se da un lato lo yuan digitale perde parte della ragion d'essere delle criptovalute, in quanto è più tracciato e prevede limiti specifici, dall'altro le garanzie legate alla gestione di questa criptovaluta da parte della PBOC fanno sì che essa sia percepita come "sicura" dagli investitori cinesi. La situazione

evidenziata da questa figura rappresenta il punto di partenza per la "better regulation" che dovremmo ipotizzare per i mercati finanziari.

Figura 8

Bilancia commerciale USA *vs* UE *vs* Cina
[Anno 2000 *vs* 2022] – (*prevalenza*)

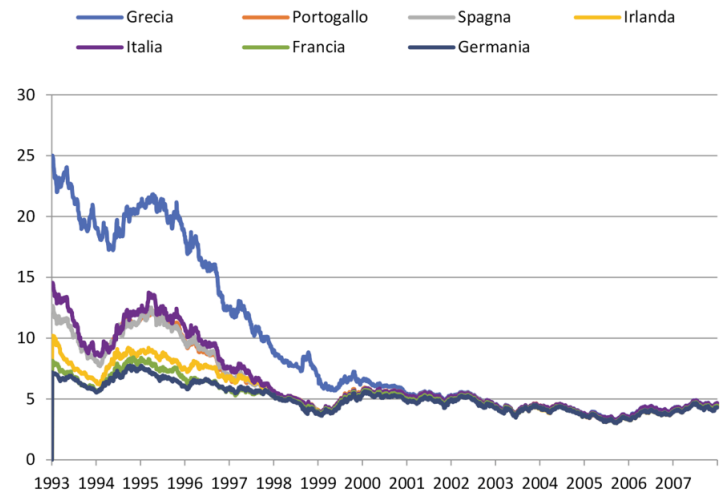


Fonte: US Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Statistics of China, Eurostat – elaborazioni dell'autore.

3. Affrontiamo infine il problema della nostra area valutaria. Le figure 9 e 10 mostrano i tassi di interesse decennali dei Bond governativi. Anche l'euro, come tutte le aree valutarie, al momento della sua creazione ha aderito al paradigma 'una valuta una struttura a termine dei tassi di interesse'. L'incontro di Deauville, svoltosi al di fuori dei circuiti strutturali delle istituzioni europee, vanifica quanto si era realizzato con i convergency trades: i mercati finanziari, che avevano creduto e scommesso in convergenza della struttura a termine dei tassi, iniziano a scommettere in divergenza dei tassi, iniziando ad apprezzare i rischi dei singoli stati membri.

Figura 9

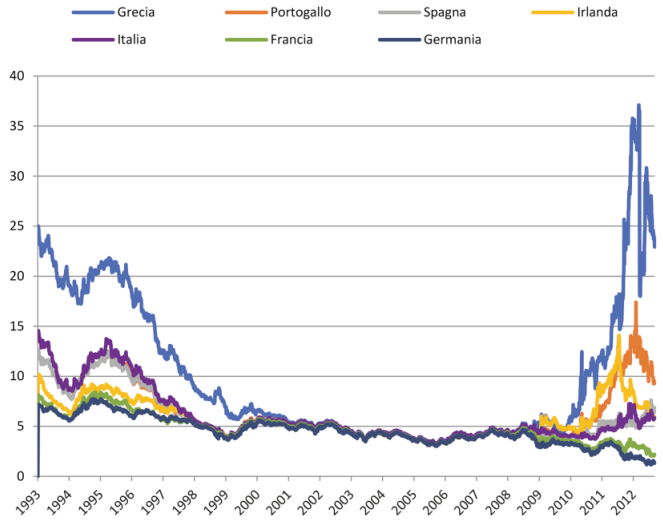
Paesi dell'Area Euro – Rendimento decennale dei bond governativi
[Anni 1993-2007] – (*percentuale*)



Fonte: Bloomberg L.P. – elaborazioni dell'autore.

Figura 10

Paesi dell'Area Euro – Rendimento decennale dei bond governativi
[Anni 1993-2012] – (*percentuale*)



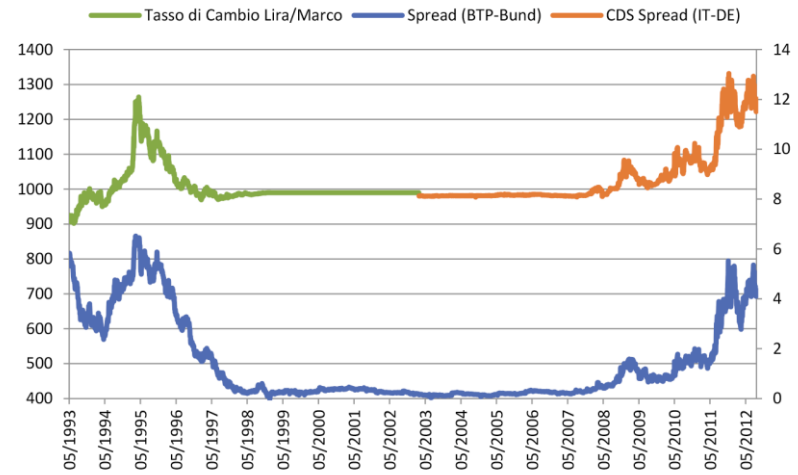
Fonte: Bloomberg L.P. – elaborazioni dell'autore.

Questo da un punto di vista tecnico introduce delle 'valute ombra': abbiamo un'unica valuta che è l'euro, ma in realtà il trading spread qualifica delle euro-Lire, degli

euro-Pesetas, degli Euro-Dollari. La figura 10, una rappresentazione del vecchio tasso di cambio riproiettato sui CDS spread, illustra quanto detto in modo intuitivo.

Figura 11

Italia *vs* Germania – Tasso di cambio differenziale di rendimento dei titoli di stato e dei CDS
[Anno 2022] – (*Lira Italiana/percentuale*)



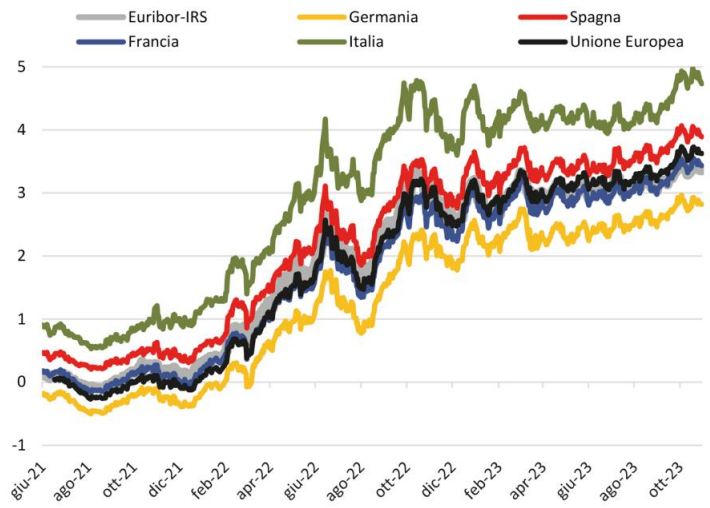
Fonte: Bloomberg L.P. – elaborazioni dell'autore.

La pandemia, pur essendo un evento tragico, ha avuto un grosso merito nell'ambito dell'architettura valutaria: ha sospeso di fatto alcune regole non particolarmente favorevoli al futuro dell'Euro e dell'Europa, come il Patto di Stabilità. Un altro fatto reso possibile dalla pandemia è stato l'Eurobond. Come si vede nella Figura 12, la linea dell'Unione Europea, che rappresenta il tasso di interesse degli Eurobond con rendimento decennale, non è la più bassa. Il tasso più basso è quello della Germania. Questo accade perché, anche se si è creato un unico tasso di interesse, gli Eurobond sono comunque delle "copie" dei debiti nazionali. Il mercato valuta correttamente questi titoli europei – nelle aste raggiungono ottimi *bid to cover* – ma c'è comunque uno spread tra il rendimento degli Eurobond e quello tedesco (analogamente allo spread tra i BTP e i Bund). Come noterete, i rendimenti sono ordinati: prima la Germania, poi la Francia, l'Unione Europea, la Spagna e, infine,

l'Italia. Nel grafico ho anche inserito l'Euribor-IRS, cioè quel tasso che, in un certo senso, qualifica il sistema bancario.

Figura 12

Paesi dell'Area Euro – Rendimento decennale
[Anni 2021-2023] – (*percentuale*)



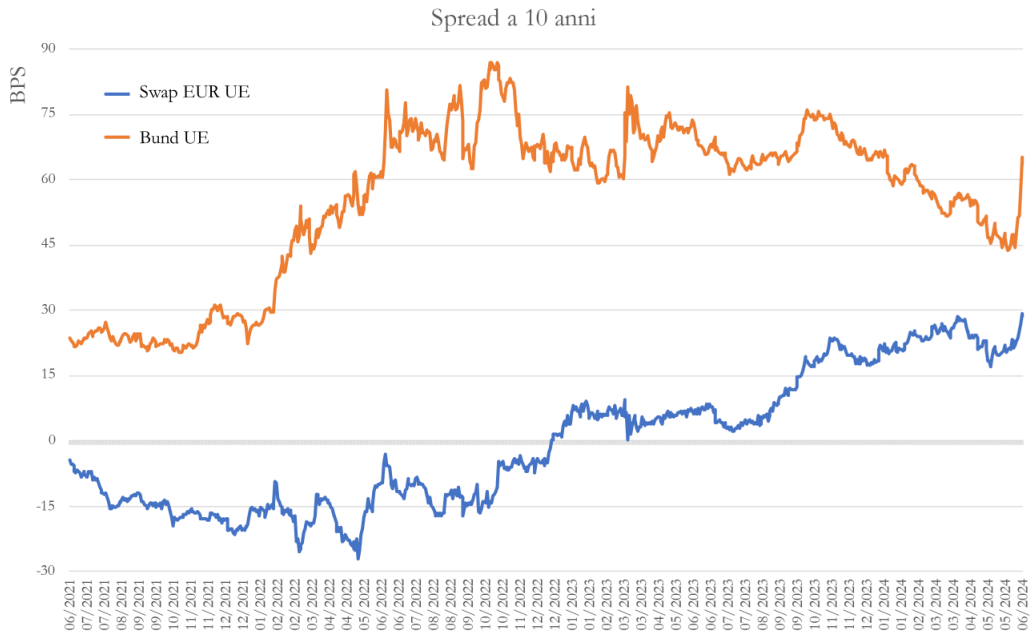
Fonte: Bloomberg L.P. – elaborazioni dell'autore.

Nella Figura 13 possiamo notare che lo spread tra l'Eurobond e il Bund, così come tra l'Euribor swap e il Bund, stava convergendo. Tuttavia, a un certo punto si verifica una nuova divergenza, che coincide con la 'ripartenza' del Patto di Stabilità, il quale ha riacceso le solite discussioni tra gli Stati membri riguardo all'opportunità di proseguire con il programma degli Eurobond. È giusto rinnovare e aprire nuove linee con gli Eurobond, facendo in modo che vadano a sostituire i debiti nazionali? Entrambi i temi incontrano ancora troppa opposizione. Anzi, in questo momento i mercati, come si evince dalla stessa figura, sono molto più propensi a scommettere che il programma degli Eurobond – che si concluderà l'anno prossimo – sarà un esperimento da non rinnovare.

In conclusione, i mercati quotano i rischi, le decisioni di politica economica e le soluzioni finanziarie determinano gli spostamenti dei flussi finanziari. In questo contesto, è fondamentale che la regolamentazione e le decisioni di politica economica siano orientate al benessere dell'Unione Europea. Questo si traduce in una maggiore

capacità di influenza e di credibilità a livello globale, soprattutto considerando che Stati Uniti e Cina, sicuramente, non hanno problemi di convergenza di idee e sono in grado di implementare decisioni in modo assai rapido.

Figura 13



Marcello Minenna

Economista e Assessore Regione Calabria

ECONOMIA, SOCIETÀ E SCARSITÀ: IL NUOVO MONDO DEI SISTEMI DI INFRASTRUTTURE E DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE (AI)*

(Economics, society and scarcity: the new world of systems of infrastructures and Artificial Intelligence (AI))

ABSTRACT: *L'economia è una scienza sociale fondamentale. Si evolve nel tempo. E' intrecciata con il diritto, la politica e l'evoluzione istituzionale. La scarsità ha sempre rappresentato una pietra d'angolo. Economisti, giuristi, autorità di regolazione e organizzazioni internazionali hanno sviluppato un approccio analitico e operativo interdipendente, in particolare con riferimento al modello "law and economics". Le infrastrutture definite in senso ampio – rectius i sistemi integrati di infrastrutture sociali, umane e fisiche – rappresentano la base delle società moderne, come dimostrato con l'approccio della Trias Politica e della separazione dei poteri proposto da Montesquieu. I sistemi infrastrutturali oggi sono innovativi, collegati, complessi e multidisciplinari. La digitalizzazione e l'intelligenza artificiale (IA) ne rappresentano i caratteri fondamentali. Elon Musk, grande operatore ed esperto di IA, che è attualmente la persona più ricca del mondo, ha recentemente argomentato che la IA e i robot umanoidi (RU) rimpiazzeranno i lavori delle persone, ma porteranno al contempo a un reddito universale elevato. IA e UR rappresenteranno un "divide" culturale per tutte le attività, le politiche e le policies. Le persone non avranno più l'esigenza di lavorare. La geopolitica sarà trasformata, mentre la scarsità si trasformerebbe in plenitude. Questi punti di vista possono, devono, essere messi in discussione come si dimostra in questo studio, ma non possono essere trascurati.*

Economics is a key social science. It evolves over time. It is intertwined with law, politics and institutional developments. Scarcity has always represented a cornerstone.

* Contributo approvato dai revisori.

Economists, jurists, regulatory authorities and international organizations have developed an interdependent analytical and operational approach, notably in terms of the "law and economics" framework. Infrastructures, broadly defined - rectius integrated systems of social, human and physical infrastructures – represent the basis of modern societies, as initially shown by the Trias Politica. Today's infrastructure systems are innovative, intertwined, complex and multidisciplinary. Digitization and AI represent the foremost features. Elon Musk is a world-renowned financial wizard, operator and expert of AI. He has recently offered the view that AI and Humanoid Robots (HR) will replace human jobs, but simultaneously lead to "universal high income". AI and HR advances will represent a structural divide for all human activities, for politics and policies. Persons will no longer need to work. The geopolitical framework will be transformed. These views can be challenged, and have been challenged, on many grounds, as is contended in this study, but they cannot be overlooked.

SOMMARIO: 1. Economia, società e scarsità. – 2. Società, politica e sistemi di infrastrutture. – 3. La AI e la fine della scarsità?. – 4. Principali quesiti aperti e alcune considerazioni conclusive.

1. L'economia è scienza sociale per eccellenza. Non è una scienza esatta. Non dà risposte univoche e immutabili. Evolve con la società, nel tempo, con meccanismi di azione e retroazione. L'analisi della scarsità è stata sempre una pietra angolare.

Scavando con attenzione e partendo, in una prospettiva di lungo periodo, dai grandi filosofi sociali ed economisti britannici del 700 Adam Smith e Thomas Malthus, si possono individuare le origini e le implicazioni della scarsità come *Leitmotiv*.

Smith è solitamente interpretato attraverso la guida della Wealth of Nations (WN 1796). È viceversa opportuno partire dal senso morale dei suoi scritti, ovvero dalle origini sociali della scarsità. La Theory of Moral Sentiments (TMS 1759) è un libro precedente, ma costantemente rivisitato e aggiornato dall'autore, in cui la morale è spiegata nella chiave di "simpatia", ed è ripresa nella WN introducendo il concetto di

Self-Love, a riprova della coerenza e continuità del pensiero dell'autore e della fallacia delle tesi che interpretano l'approccio elaborato da Smith come scienza dell'edonismo. Occorre comprendere le passioni delle altre persone e tenerne conto.

La scarsità esiste principalmente nel senso che gli individui, ricercando in via primaria il *Self-Interest,* perseguono in realtà il benessere proprio e della società nel suo complesso. I prezzi del mercato, determinati dall'intersezione di domanda e offerta, governano e guidano gli scambi e ne consentono l'intreccio fecondo: Il presupposto appunto del *societal interest.*

Smith fonda il suo sostegno alla libertà individuale, purché non si rechino danni agli altri, sulla base di una serrata critica dei comportamenti di molti uomini politici, di governo e rappresentanti della burocrazia, che spesso rivelano ignoranza o addirittura corruzione. Essi condividono una pericolosa caratteristica: non dispongono delle informazioni necessarie per prendere corrette decisioni e non hanno incentivi a ricercarle. L'azzardo morale li spinge in senso opposto.

I collegamenti con Malthus, pastore protestante e demografo, oltre che scienziato sociale, non sono agevoli; richiedono attenta analisi. Nell'Essay on the Principle of Population (EPP 1798) il concetto di scarsità è affrontato e spiegato facendo prevalente riferimento a un modello esplicativo demografico: la crescita della popolazione è tracciata esponenzialmente, ma quella degli alimenti delle persone è lineare. Da questa divaricazione consegue una inevitabile contrazione nel tempo degli standard di vita, fino a determinare un declino della popolazione. Si possono innescare guerre e conflitti, principalmente per la conquista di territori.

Il progresso tecnologico, incentrato nell' EPP sulla rivoluzione industriale, poteva allentare e allontanare, non superare, il vincolo delle risorse. La scarsità si manifestava comunque sotto il profilo delle risorse disponibili, ma non dello spazio del sistema macroeconomico globale, che si trovava sia al numeratore, sia al denominatore.

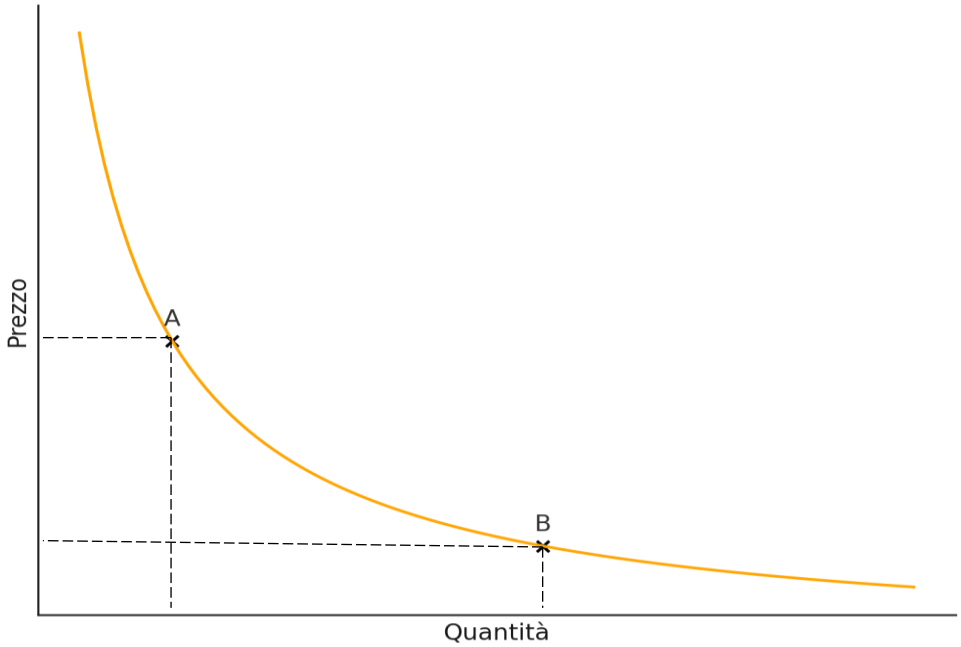
In termini generali, la scarsità in economia è collegata a vincoli di bilancio e a trade-offs. Le risorse sono limitate e gli agenti devono prendere decisioni nella scelta

di beni e servizi per allocare le risorse disponibili, dati i prezzi e il reddito e il tempo che hanno a disposizione. Per il settore pubblico il vincolo di bilancio assume carattere prevalentemente intertemporale: richiede che il valore attuale delle imposte presenti e future sia sufficiente a far fronte al valore attuale delle spese, più lo stock iniziale di debito.

I temi indicati sono stati successivamente affrontati, con ottica e metodi diversi, da molti importanti economisti. Si possono ricordare Carl Menger, Ludwig von Mises, Eugen von Bohm-Bawerk, Leon Walras e Vilfredo Pareto nel 1800.

Particolare rilievo assume l'economista e logico inglese William Stanley Jevons per le implicazioni dei suoi lavori per produzione ed efficienza nel mondo della AI - qui successivamente esaminate nel Par. 4. Jevons (1865) osservò che il miglioramento nell'efficienza di una risorsa dovuto al progresso tecnologico poteva sospingere verso un aumento del suo consumo con fenomeni di azione e retroazione: l'aumento di efficienza ne diminuiva il costo e risultava in ultima analisi in un aumento complessivo della domanda e della produzione (Fig 1).

Figura 1. Carbone: prezzo e quantità di equilibrio (A,B) a seguito di aumento dell'efficienza di uso del carbone



Fonte: Elaborazione dell'autore basata su W. S. Jevons (1865)

L'innovazione è stata ed è fattore fondamentale del progresso economico e sociale. Classico esempio è rappresentato proprio dallo sviluppo della macchina a vapore alla fine del 1700 in Inghilterra, che ha rivoluzionato produzione di massa e sistemi di trasporto – navi e treni.

Altro fondamentale modello di riferimento è quello di Guglielmo Marconi[1], inventore e imprenditore che ha creato in Italia il sistema di comunicazione basato su antenne riceventi e trasmittenti. Nel 1900 ha costituito in Inghilterra la Marconi Wireless Telegraph Company. Egli si spostava nel mondo con il laboratorio galleggiante Elettra sulle rotte di scienza e imprenditorialità, perfezionando la radio e contribuendo alla seconda rivoluzione industriale. Nel 1909 veniva insignito del Premio Nobel per la fisica.

[1] Cfr. ad es. USGM 2024.

Entrambi gli esempi appena ricordati rappresentano l'intreccio, tuttora fondamentale, di sistemi infrastrutturali dove si intersecano innovazione, imprenditorialità, capitale fisico e capitale intangibile.

Nel secolo scorso ulteriori sviluppi sono collegati a Friederich von Hayek (1937) e a Kenneth Arrow and Gérard Debreu (1954).

Più recentemente, fondamentali avanzamenti - con focalizzazione su scarsità, innovazione tecnologica e ambiente – sono collegati ai contributi di due grandi economisti e scienziati sociali: Kenneth Boulding (1970) e John Naisbitt (1982).

Il primo ha spiegato che l'economia è la principale scienza sociale, ma richiede un approccio multidisciplinare. È proiettata per guardare al futuro del genere umano sulla base dei nuovi avanzamenti tecnologici connessi all'infosfera (InS) e alla Information and Communication Technology (ICT). La salvaguardia dell'ambiente e l'economia circolare costituiscono obiettivi chiave. Occorre salvare la "navicella spaziale Terra" da shock senza precedenti. La scarsità investe al contempo le risorse e lo spazio disponibili: la stessa distinzione risulta, sotto certi versi, artificiosa.

Nel 1982 John Naisbitt, illustre accademico e politologo, ha sviluppato l'analisi dei sistemi sociali facendo riferimento al concetto di megatrend globali, che continua ancor oggi ad essere punto fondamentale anche sotto il profilo delle *policies*.

Sempre più appare che una dimensione chiave della scarsità sia il tempo di cui l'uomo dispone. Con il *global aging* e il passare dell'età individuale questi fenomeni diventano più netti. Il prezzo di equilibrio del tempo sale rapidamente per l'interazione di domanda e offerta, di fattori macro e microeconomici.

Accanto a queste tendenze di fondo si profilano e si presentano fenomeni nuovi e complessi, in continuo, profondo divenire. Il dialogo multidisciplinare diventa esigenza imprescindibile[2]. Le scienze sociali, politiche, ambientali, giuridiche, economiche, demografiche e quelle tecnologiche, fisiche, statistiche, probabilistiche si

[2] Su questo tema di fondamentale importanza la Academy di FS e RFI potrà fornire rilevanti contributi, come anticipato da Lo Bosco (2024 b). In argomento si segnalano anche altri recenti importanti saggi: Rossano (2022), Capriglione (2023), Cercone (2024), Massetti (2024), Gaspari (2024).

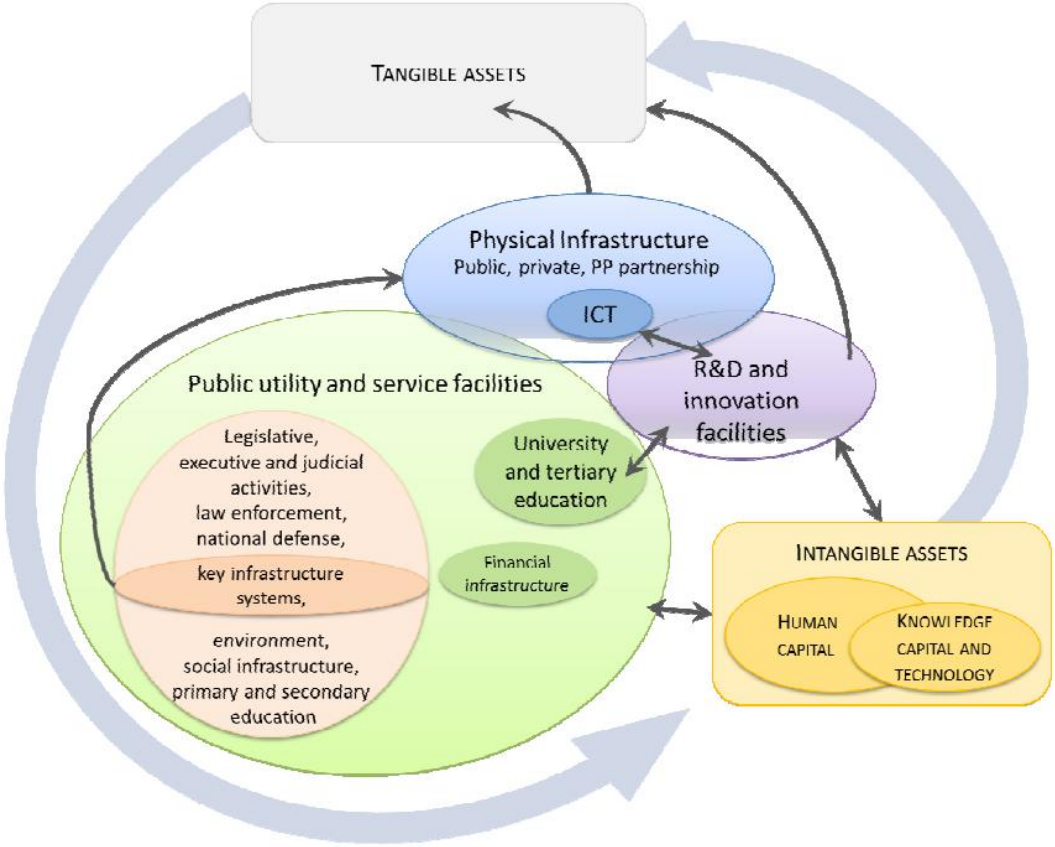
intersecano e si sovrappongono come non mai. Gli accadimenti e le proiezioni diventano fenomeni geopolitici. Solo con un *fil rouge* analitico si può ottenere una visione d'assieme integrata, con spunti critici per la riflessione e per le *policies*.

2. Le infrastrutture definite in senso lato, *rectius* i sistemi integrati di infrastrutture sociali, fisiche e umane, materiali e immateriali, sono alla base delle moderne società. La *trias politica* (Montesquieu 1748), ovvero la separazione e l'intreccio collaborativo tra democrazia, politica, governo e magistratura, è il punto di riferimento. I filosofi sociali del 700, come indicato, avevano articolato e elaborato il sistema, in continua evoluzione, in particolare con riguardo agli avanzamenti tecnologici (cfr. Masera 2017).

Il regime cyber-fisico offre larghi potenziali vantaggi, ma implica rischi significativi. Si sta manifestando un *knowledge paradigm*: l'avanzamento tecnologico, l'innovazione digitale, il capitale umano e fisico, intangibile e tangibile, sono i pilastri che consentono di trasformare società ed economie e di trarre i benefici dell'innovazione creativa (cfr. Masera 2019).

Le buone infrastrutture svolgono un ruolo fondamentale per lo sviluppo, come illustrato sinteticamente nella Figura 2, qui di seguito:

Figura 2. The infrastructural system: physical capital and intangible capital



Fonte: R. Masera (2018)

Oggi i sistemi di infrastrutture sono interconnessi, complessi e multidisciplinari, sempre più innovativi, caratterizzati dagli sviluppi della digitalizzazione. L'evoluzione in atto verso un modello generale di "sistema dei sistemi" integrato e interdisciplinare investe sia le infrastrutture "tradizionali" – strade, ferrovie, porti, aeroporti, acquedotti, snodi logistici – che mantengono un ruolo primario, sia rifiuti, servizi privati e pubblici, telecomunicazioni. E' attraversata dal lavoro a distanza che si proietta su tutti i segmenti indicati. In termini ancor più generali, moneta globale, difesa e *warfare* sono plasmati dai "sistemi dei sistemi".

Le reti di infrastrutture non aumentano necessariamente la resilienza di sistema, contrariamente a quanto spesso ritenuto. Se sono superate soglie critiche la rete

diventa fragile (Helbing 2021) e può fratturarsi seguendo *power-law distributions*[3].

I metodi e i processi della rivoluzione digitale e dell'AI sono da molto tempo il *driver* comune e condiviso nelle diverse declinazioni di questi cambiamenti epocali[4], che mettono oggi in discussione la stessa centralità della scarsità nell'economia, nella società, nelle *policies* (Cfr. Par. 3).

Il grande sfortunato matematico e logico Alan Turing è la *master mind* che originò la rivoluzione, con alcuni saggi pubblicati nel 1936 dalla London Mathematical Society. Turing lavorò nel 1936-38 con Alonzo Church (che coniò il famoso termine "the Turing machine") e, poco dopo, con John von Neumann: insieme dettero origine al concetto di AI. Tra i grandi precursori occorre ancora ricordare Warren Mc Culloch e Walter Pitts per i loro contributi nel 1943 alla rete neurale artificiale.

Studi e analisi sono attualmente spesso circoscritti a singoli settori e "insilati", ben diversamente dalle intuizioni e dai modelli dei padri fondatori. È viceversa necessario adottare una logica e un approccio integrati in cui la AI rappresenta la chiave di volta (cfr. ad es. Mc Millan and Varga 2022, Lo Bosco 2024 a). La sempre maggiore (esplosiva) disponibilità delle informazioni da analizzare e la concomitante riduzione dei costi di archiviazione e di elaborazione dei dati sono alla base di questa evoluzione/rivoluzione, che poggia sui super computer (CINECA 2024).

Società, politica e governi sono oggi chiamati a ricercare una *global governance*, in un mondo che ha ripreso, viceversa, a frammentarsi politicamente, commercialmente e finanziariamente.

Clima, difesa, *warfare* e sovranità monetaria si confrontano con enormi sfide tecnologiche: AI e InS sono al centro del nuovo mondo dei sistemi di infrastrutture (Masera 2023). Occorre comunque una profonda dimensione etica che solo adesso si sta manifestando (Zuppi 2024, Papa Francesco 2024, Lo Bosco e Strisciuglio 2024).

[3] Sulla fragilità e la vulnerabilità delle reti di infrastrutture informatiche (critical infrastructures) si fa rinvio a Eusgeld et al. (2011) e, più recentemente, al blackout informatico dei sistemi Microsoft (Security Info Watch 2024).

[4] La storia complessa e densa di personalità e di eventi è stata ricostruita in: https://hystoryofinformation.com alla quale si fa rinvio anche per gli ampi riferimenti bibliografici qui solo brevemente sintetizzati.

Dalle crisi stentano a manifestarsi soluzioni. Recentemente, tuttavia, voci autorevoli prospettano cambiamenti radicali. Su questi aspetti si tornerà a breve. Bisogna guardare avanti con realismo, fiducia e collaborazione internazionale per evitare gli errori del passato, per non ricadere in guerre mondiali che abbiamo saputo e potuto evitare negli ultimi 80 anni.

Aldilà di questi scenari catastrofici, l'ambiente rappresenta la sfida più grande di questo millennio. Possiamo trasformarla in opportunità per costruire un nuovo modello sociale ed economico mondiale, favorito dagli avanzamenti tecnologici. La posta in gioco è elevatissima; occorrono determinazione e realismo. Si deve evitare assolutamente l'innesco di accadimenti di *warfare,* che si avvarrebbero inevitabilmente degli sviluppi tecnologici appena ricordati. I robot che possono attaccare l'uomo e i droni indirizzati dagli stessi robot sono una realtà operativa dell'attuale *warfare* (Lethal autonomous weapon systems, The Economic Times 2024).

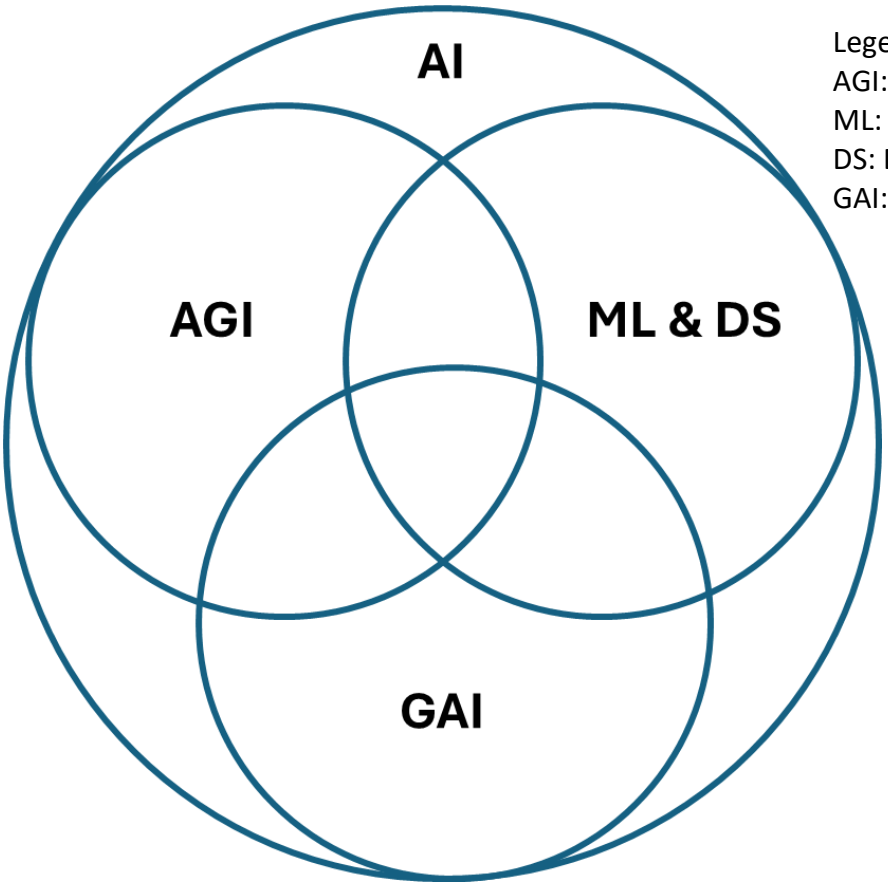
È evidente che il concetto stesso di lavoro è sottoposto a radicali cambiamenti, per effetto delle forze demografiche e sociali e degli avanzamenti tecnologici (ILO 2024, Giovannini 2024, Masera 2024 b). Si tratta di un'ulteriore conferma della validità dell'assioma di *Global Uncertainty* e di teoria del caos, che stentano a essere incorporati nella scienza economica e sociale (Kay and King 2020).

Alla radice dei mutamenti in atto sono le tecnologie dei domini digitali e, in particolare, dello sviluppo dell'intelligenza ad opera di macchine, con applicazioni in continua evoluzione (per una rassegna cfr. Masera 2023).

I concetti e le tecnologie di riferimento sono essi stessi in rapida evoluzione. La tassonomia e le regole di ordinamento mutano, cosicchè concetti ieri distinti possono tendere a sovrapporsi, ingenerando talora confusione e incertezze. Con questo caveat metodologico si possono comunque identificare alcuni *building blocks*.

L'Artificial Intelligence (AI) è un insieme ampio, con tre principali sottoinsiemi (Fig. 3).

Figura 3. AI e principali sottoinsiemi: AGI, ML & DS, GAI

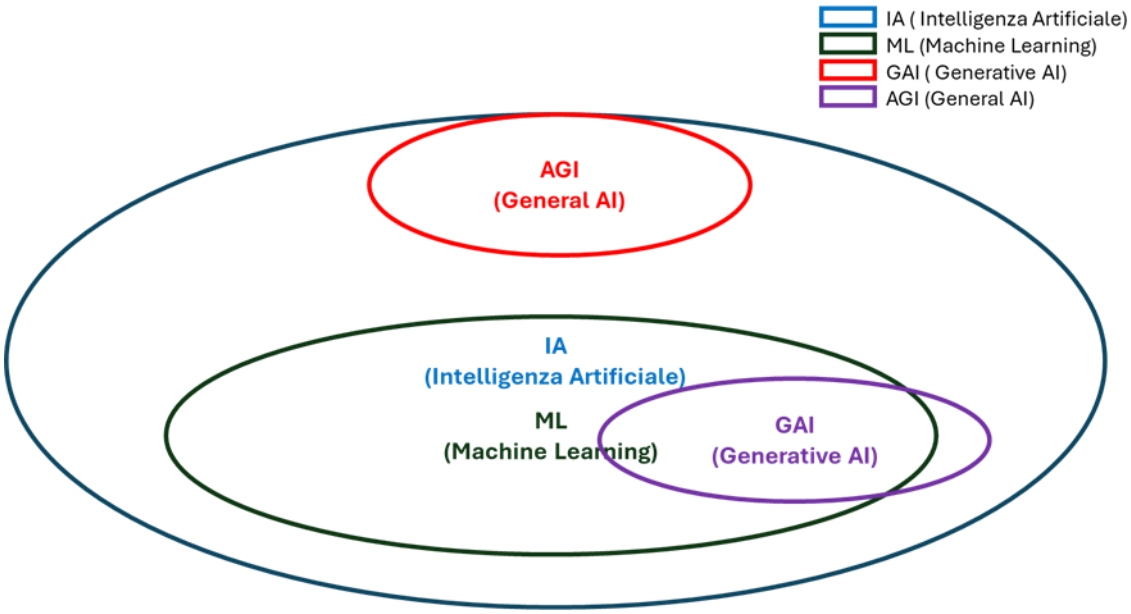


Legenda:
AGI: Artificial General Intelligence
ML: Machine Learning
DS: Data Science
GAI: Generative Artificial Intelligence

Le connessioni tra IA (AI) e i sottoinsiemi AGI, ML & DS, GAI sono illustrate nella Fig. 4, che sintetizza la risposta di Chat GPT (Open AI 2024) alla domanda di creare un grafico per riassumere le relazioni indicate[5].

[5] Ringrazio il dott. Francesco Masera per l'aiuto nella predisposizione della documentazione relativa alla Fig. 4.

Figura 4. Risposta di ChatGPT: Relazione tra IA, ML, GAI e AGI



- La Artificial General Intelligence (AGI) ha capacità cognitive con caratteristiche umane: il software permette di affrontare e risolvere funzioni complesse e problemi in domini diversi, senza richiedere interventi esterni, mostrando facoltà di comprensione umana generalizzate. Utilizza un ampio spettro di tecnologie e di interconnettività (Goertzel and Pennachin Eds. 2007).
- Il Machine Learning (ML) e la Data Science (DS) rivoluzionano l'approccio tradizionale della Scienza statistica e della Ricerca metodologica, caratterizzato dallo sviluppo di ipotesi e dalla loro successiva verifica. Nel ML non si parte da ipotesi scelte a priori. Si raccolgono le grandi quantità di dati attualmente disponibili, si provano diversi modelli e si seleziona quello che risulta più soddisfacente (Hull e Barone 2021).
- La Generative Artificial Intelligence (GAI) è in rapida e profonda evoluzione. Si avvale di algoritmi complessi, sta rivoluzionando il settore dei servizi, in particolare quelli tecnologici (Mc Kinsey Company 2024 a e b)[6]. Utilizza reti neurali

[6] GAI non è evidentemente un refuso di AGI! La GAI è stata sviluppata più recentemente rispetto all'AGI. Mc Kinsey ha "riscoperto" le due dimensioni, comunque parzialmente sovrapposte. Le ha attualizzate e analizzate anche per consulenza aziendale (GAI Mc Kinsey 2024 b, AGI Mc Kinsey 2024 a).

profonde, collegate al *deep learning* (Lecun et al. 2023). Sono stati sviluppati modelli di apprendimento automatico che, attraverso processi iterativi, imparano a replicare e successivamente a innovare, basandosi sugli input ricevuti.

Nel contesto GAI il salto di paradigma è costituito dal passaggio dal *deep (supervised) learning* al *self-supervised learning* dei modelli linguistici, prevalentemente reti neurali artificiali di grandi dimensioni, Large language models (Llm). Gli Llm acquisiscono queste capacità adoperando enormi quantità di dati e consumando necessariamente grandi risorse di calcolo e di energia.

Senza arrivare alla rivoluzione produttiva/reddituale recentemente descritta da Elon Musk, qui esaminata nel Par. 3, si prefigurano altri processi di AI generativa fortemente innovativi. Un esempio emblematico è costituito dai GAN (Generative Adversarial Networks). In questi sistemi due reti neurali lavorano in competizione. La prima genera nuovi dati, la seconda li valuta e li confronta con quelli originali. Dal continuo confronto deriva il costante miglioramento dei metodi e dei risultati dei processi produttivi, con un campo di applicazione molto ampio e in espansione. Ad esempio: progettazione architettonica, operatività dei siti web, industria dello spettacolo, moda, sanità….

La GAI sta evolvendo con caratteri fortemente dibattuti, secondo schemi guidati da obiettivi strategici (Objective Driven Artificial Intelligence, ODAI). In via propedeutica si opera il filtraggio del rumore stocastico dei dati. Si procede quindi a operare secondo modelli di massimizzazione del ROI (Return On Investment) che coprono l'intera gamma di investimenti preordinati. I campi più importanti di intervento sono, ad esempio: diagnosi precoci, terapie avanzate (Massetti 2024), applicazione del Supercomputing (Cineca 2024), modelli predittivi (Savona 2024).

Riprendo il filo rosso del discorso analitico e operativo fin qui sviluppato.

Data Science (DS) e Artificial Intelligence (AI) sono termini evolutivi e sotto molti profili generici per fare riferimento a metodi e tecniche relativi alla comprensione, all'analisi e all'utilizzo dei dati digitali. Possono ingenerare equivoci e imprecisioni, al di fuori di schemi di riferimento estremamente rigorosi e puntuali. Ma la stessa continua

evoluzione può tuttavia suggerire di adottare criteri meno rigidi per cogliere relazioni simbiotiche in continuo divenire.

Il Presidente della Consob Paolo Savona in molti scritti accademici e di policy (da ultimo 2024) ha elaborato un contesto di riferimento caratterizzato da grande rigore e precisione. Tra gli insiemi parzialmente sovrapposti viene prescelta la DS, che ricomprende la stessa AI. La DS può essere identificata come lo studio di tutti i dati disponibili e in corso di perenne creazione. Il Machine Learning (ML) è il modello di base. I *Data scientists* e gli algoritmi ML utilizzano informazioni dettagliate per configurare principi e pratiche operative nei campi sovrapposti di matematica, statistica, ingegneria informatica e AI.

Un corpo rilevante di dottrina e di analisi operativa propende per approcci meno rigorosi e precisi, ma più flessibili e evolutivi (Emmert-Streib F. et al. 2023).

3. Elon Musk – grande operatore ed esperto di AI - (2024) ha recentemente sostenuto che, con elevata probabilità, gli avanzamenti nella AI rappresenteranno una vera rivoluzione per le attività umane, con particolare riferimento a tutte le questioni qui esaminate: le persone non avranno più bisogno di lavorare.

La ricerca di lavoro dipenderebbe da scelte e da motivazioni di soddisfazione personale. I governi sarebbero chiamati a gestire un nuovo mondo di redditi elevati e garantiti. L'economia – come scienza della scarsità – non avrebbe più ragion d'essere. La Terra diventerebbe un giardino dell'Eden, senza frutti proibiti.

Secondo Musk, gli AI-Robots forniranno quasi tutti i prodotti e i servizi che qualsiasi persona possa desiderare, utilizzando la loro capacità di lavorare in linee di produzione automatizzate e autogestite. Questi processi sostituiscono e rimpiazzano le tradizionali relazioni tra le quantità di fattori produttivi e l'ammontare di prodotto ottenuto. Si genera un insieme di nuove tecnologie in grado di modificare l'intero sistema economico a livello nazionale, internazionale e globale (il nuovo principale megatrend). I nessi tra economia e società determinano un impatto rapido e profondo sulle strutture sociali, giuridiche e di governo.

Nello scenario delineato da Musk, e ricordando che al 2024 la popolazione si attesta a 8,2 miliardi, per rimanere sostanzialmente invariata nei prossimi quindici anni, al 2040 si raggiungerebbe un numero di HR anche pari a 8,2 miliardi. La popolazione mondiale crescerebbe fino a un picco di 10,3 miliardi a metà 2080, per poi gradualmente declinare. Gli HR potrebbero viceversa crescere molto rapidamente, superando la popolazione e scardinando i rapporti esistenti di produzione e produttività a livello micro e macroeconomico (Ruiz Estrada 2024).

In questo nuovo contesto l'umanità (persone, imprese, governi) risulterebbe proiettata in un'era di "universal high income". La scarsità e i vincoli intertemporali di bilancio per gli agenti economici sarebbero superati: lo stesso concetto di "lavori umani" trasformato e oltrepassato.

Musk ha un *track record* di successi operativi assolutamente impressionante, con una *personal net worth* superiore a $200 miliardi (maggio 2024). Nell'arco di tempo luglio 2023-maggio 2024 ha lanciato una nuova società (xAI) per sviluppare avanzati sistemi di AI – con dichiarata enfasi su affermazioni accurate e veritiere, competenza e massimi benefici per l'intera umanità – che ha raccolto oltre $6 miliardi di nuovi fondi. Competenza e interesse diretto si mescolano[7].

Le tesi di Musk sulla AI che conduce nell'Eden implicano un evidente paradosso. In un mondo di reddito elevato automatico e universale si entra in un contesto dove, come nella mitologia greca, Saturno divora i suoi figli: il valore di mercato dei colossi dell'intelligenza artificiale e dell'informatica dovrebbe tendere ad annullarsi proprio a seguito del reddito e della ricchezza generalizzati creati dall'AI, novella cornucopia. La contraddizione con i numeri di borsa sopra ricordati è evidente. Ma un recente calo degli indici Nasdaq (IXIC) è un reminder che il settore high tech non può comunque crescere senza limiti e, per Musk, che il terreno sul quale procede, in particolare con Tesla e con il Full Self-Driving, può risultare scivoloso.

Il premio Nobel Michael Spence (2024) e un illustre economista come Olivier

[7] Si può ricordare che i colossi mondiali della AI e dell'informatica – Microsoft, Apple, Nvidia e Alphabet – quotavano nel maggio 2024 complessivamente $11 trilioni.

Blanchard (2024) hanno immediatamente preso le distanze dalla realizzabilità degli scenari proposti da Musk.

Più vicini a noi, Enrico Letta (2024) nel suo Rapporto per il Consiglio europeo e Mario Draghi (2024) nel suo Rapporto per la Commissione europea hanno spiegato le debolezze di questo approccio estremamente favorevole.

E' evidente che i "mostri sacri" sopra citati hanno credibilità e competenze assolute. Sarebbe presuntuoso chiosare le loro affermazioni. Tuttavia…. si può sommessamente attirare l'attenzione su taluni aspetti critici che meritano e richiedono approfondimento. L'approccio qui proposto è di carattere socratico sulla conoscenza e sulla esigenza di ricerca aperta e non preclusiva.

4. "AI and the robots will provide any goods and services that you want…The need to work in society will disappear" (Musk 2024).

La più importante e urgente questione aperta, sia sotto il profilo di analisi che di policy, è se la discontinuità nella AI indicata da Musk implica veramente condizioni di reddito elevato a livello globale.

Aldilà di questo discrimine di fondo molte rilevanti questioni sono aperte. I quesiti che meritano riflessione critica e studio multidisciplinare in un contesto di *radical uncertainty* e di *megatrend globali* - con importanti implicazioni geopolitiche - sono qui brevemente individuati[8] come segue:

- Intrecci tra AI, InS, moneta sovrana e *warfare.* Le caratteristiche geopolitiche dei conflitti bellici, della difesa e della deterrenza sono rivoluzionate. Il ruolo della moneta sovrana come apparato bellico è destinato a diventare sempre più importante. I potenziali benefici dell'AI sono enormi, ma lo sono altresì i rischi. L'esplosione dei volumi di dati rende impossibile affidarsi a sistemi di controllo analogici. È necessario un quadro normativo e di vigilanza "digitalmente robusto", ma, come spiegato, non eccessivamente e burocraticamente intrusivo.

[8] Per una trattazione più ampia e articolata si fa riferimento a Masera (2024 b).

- Poco dopo la pubblicazione dell'AI Act della EU (EC 2024) è stato reso disponibile il documento integrale della Strategia italiana per l'intelligenza artificiale 2024-2026 (Dipartimento per la trasformazione digitale e AGID, 2024). Il testo è stato elaborato da un Comitato di esperti di grande competenza e esperienza e da una segreteria tecnica estremamente valida, per supportare il Governo nella definizione della normativa nazionale e delle strategie, non solo a livello nazionale e europeo, ma anche internazionale, grazie al ruolo dell'Italia come Presidente pro-tempore del G7. Il Convegno Parthenope, guidato da Diego Rossano del 24-25 ottobre 2024, costituisce la cornice ideale per illustrare e approfondire le tematiche.

Sulla base delle osservazioni formulate in questo testo, come contributo al Convegno, occorrerà anche aggiornare l'analisi per ricomprendere e dibattere le sfide proposte, in particolare da Elon Musk, riprese in Europa da Elio D'Anna, Presidente della European School of Economics – e alle polemiche con la Commissione – sulla AI, con particolare riferimento alle implicazioni che potrebbero manifestarsi per la fine della scarsità.

- Altrettanto significativi sono i rischi posti alle fondamenta e al funzionamento stessi dei sistemi democratici dal controllo dei mezzi e delle fonti di informazione. La tradizionale separazione dei poteri, che è alla base di una società democratica, risulta minata (Guriev and Treisman 2022). Le criptovalute, le monete stabili e le valute digitali emesse dalle banche centrali (CBDC) utilizzano tecnologie di base analoghe ma distinte. Le passività digitali delle banche centrali rappresentano la nuova evoluzione della *fiat money* (Panetta 2024).

- Accadimenti geopolitici (in parte endogeni) che sottolineano l'assenza di *global governance* e, viceversa, la ricerca di supremazia mondiale utilizzando l'AI. Ad esempio, sia gli Stati Uniti, sia la Cina hanno recentemente indicato pubblicamente che i progressi dell'intelligenza artificiale hanno consentito ai loro eserciti di compiere salti quantici con riferimento ai missili ipersonici e ai droni bellici. In questa prospettiva gli appelli per una Conferenza di Bretton Woods per la cooperazione in merito all'ordine

tecnologico del mondo sono estremamente rilevanti, ancorché di non facile realizzazione.

- I benefici degli incrementi di produttività e produzione connessi alla AI dovrebbero essere equamente condivisi: i frutti hanno una profonda dimensione etica che non può non essere riconosciuta.
- Esigenza di concordare regole per una disciplina dei fenomeni e degli sviluppi di AI attraverso regole soffici ma globali, anche questa disattesa nei fatti. La questione è di immediata e primaria importanza; molto saggiamente è all'attenzione del G7 e dell'EU per coordinare azioni preventive e di contenimento agli attacchi cibernetici, che hanno evidenti implicazioni geopolitiche.
- Il monito già formulato da Adam Smith – e da molte altre grandi personalità – di imporre regole, vincoli e costrizioni che tengano conto della esigenza di *societal interest,* evitando i rischi della burocrazia, mantiene piena validità. La necessità di contrastare e di evitare gli eccessi di burocratizzazione è stata uno dei punti fondamentali sui quali la Presidente della Commissione Ursula von der Leyen ha basato la propria rielezione fino al 2029 (Parlamento Europeo 2024).
- Implicazioni per far fronte all'emergenza climatica mondiale: contare su acritiche soluzioni offerte dall'AI appare pericoloso (Clò e Masera 2024). Non si può, tra l'altro, non tener conto che l'AI richiede forti consumi di energia, in particolare con riferimento all'impronta di CO2 associata agli sviluppi della GAI.
- La 'normalizzazione' della politica monetaria è oggi materia di ampio e acceso dibattito, a livello globale e nell'EU, come è stato mostrato in Savona and Masera (2023) e in Holzmann (2024). Occorre in particolare cercare di chiudere il divario operativo con gli Stati Uniti[9], sviluppare i prodotti finanziari per il risparmio, perseguire un appropriato equilibrio tra la stabilità monetaria, finanziaria e reale e

[9] Come già indicato, le più grandi società mondiali per quotazione di borsa fanno capo agli Stati Uniti (Apple, Microsoft, Nvidia, Alphabet, Amazon, Meta, Tesla). Sia pure con andamento a volte discontinuo sono da tempo i punti di riferimento del mercato azionario globale.

l'utilizzo delle tecniche e opportunità offerte dal continuo sviluppo della intelligenza artificiale.

- *Last but not least*, in questo elenco sintetico di punti aperti occorre assolutamente fare riferimento al problema, sottolineato in particolare dal Presidente della Consob Paolo Savona, di rivisitare i modelli econometrici per migliorarne le previsioni – e quindi il corretto utilizzo per orientare le politiche economiche – attraverso modelli predittivi e non solo previsivi, basati su tecniche di "acceleratori econometrici" (Savona 2024).

Il principio fondante di queste ricerche consiste nell'utilizzo delle tecniche multidisciplinari e dei *big data*, che i linguaggi di intelligenza artificiale e la potenza di calcolo dei nuovi strumenti sono in grado di gestire. Occorre, in conclusione, essere in grado di estrarre informazioni quantitative da diverse fonti che possano essere prese a base di algoritmi di *deep learning*: la sfida che Savona propone. Come spiegato, ciò richiede il superamento della critica di Kay and King di eventi fondamentalmente imprevedibili.

Riferimenti Bibliografici

- Arrow K. and Debreu G. (1954), "Existence of an equilibrium for a competitive economy", Econometrica.
- Blanchard O. (2024), "Are we in for a hard landing?", Financial Times, June 17.
- Boulding K. (1970), "Economics as a Science", McGraw Hill, New York.
- Capriglione F. (2023), "Introduzione", Convegno "Regolazione e supervisione finanziaria nell'era digitale", Unitelma Sapienza, Roma, 19 maggio.
- Cercone R. (2024), "Intervento", Collegio Lamaro Pozzani, Evento a cura del Cav. Lav. Ercole Pellicanò e di ANSPC, 15 giugno.
- CESIFIN (2023), "Collana Percorsi e Prospettive", Morbidelli G. (a cura di), Passigli Editori, Firenze.
- Chat GPT (2024), Open AI, https://openai.com/chatgpt

- CINECA (2024), “Quantum Computing”, Cineca.it.
- Clò A. e Masera R. (2024), “Riflessioni critiche sulle policies climatiche ed energetiche con particolare riferimento all’Europa”, in Paganetto L., a cura di, “L’Europa a una svolta”, Eurilink University Press, Roma.
- Dipartimento per la trasformazione digitale e AGID (2024), “Strategia italiana per l’intelligenza artificiale 2024-2026”, Presidenza del Consiglio, Roma, 22 luglio.
- Draghi M. (2024), “Report EU and Competitiveness”, European Commission, Sole 24 Ore, Bruxelles, April 16.
- Emmert-Streib F. et al. (2023), “Elements of Data Science, Machine Learning and Artificial Intelligence”, Springer Nature, Switzerland.
- European Commission (2024), “AI Act, Regulation EU 12.7”, Bruxelles.
- Eusgeld I. et al. (2011), “ ‘System-of-systems’, approach for interdependent critical infrastructures”, Reliability, Engineering & System Safety, Giugno.
- Gaspari F. (2024), “IA generativa”, Università degli Studi Guglielmo Marconi, di prossima pubblicazione.
- Giovannini E. (2024), “Intervento”, Civiltà del Lavoro, N. 2.
- Goertzel B. and Pennachin C. Eds. (2007), “Artificial General Intelligence”, Springer Nature, Switzerland.
- Guriev S. and Treisman D. (2022), “Spin Dictators”, University Press, Princeton.
- Helbing D. (2010), “Systemic Risks in Society and Economics”, IRGC.
- History of Information, https://historyofinformation.com.
- Holzmann R. (2024), “Interview”, CNBC, World Economic Forum, Davos, January 15.
- Hull J. e Barone E. (2021), “Machine Learning in Business”, Amazon, Poland.
- ILO (2024), “World Employment and Social Outlook”, Geneva, January 10.
- Jevons W. S. (1865), “The coal question”, Macmillan and Co., London.
- Kay J. and King M. (2020), “Radical Uncertainty”, Bridge Street Press, London.
- Lecun Y. et al. (2023), “Deep learning”, Hal Open Science.

- Letta E. (2024), “Report Single Market”, European Council, Bruxelles, April 17.
- Lo Bosco D. (2024 a), “Intervento”, Senato della Repubblica, Indagine su tecnologie digitali, intelligenza artificiale e infrastrutture, 14 marzo.
- _____ (2024 b), “Allocuzione introduttiva”, Comitato dei Saggi, Academy del Polo Infrastrutture, FS e RFI, Roma, 18 giugno.
- Lo Bosco D. e Strisciuglio G. (2024), “Intelligenza artificiale e dimensione etica”, in corso di pubblicazione.
- Malthus T. (1798), “Essay on the Principle of Population”, Johnson, London.
- Masera R. (2017), “Dalle buone infrastrutture il rilancio della crescita”, Guerini e Associati, Roma.
- _____ (2018), “The new infrastructures challenge in the EU and the need for a deepened PPP paradigm”, Keynote speech , 10th Anniversary of the PPP Expertise Centre (EPEC), EIB, Luxembourg, December 12.
- _____ (2020), “Leverage and risk weighted capital requirements”, IUP Journal of Bank Management, 19(1).
- _____ (2023), “Economics and money”, in Monetary Policy Normalization, Savona and Masera eds., Springer Nature, Switzerland.
- _____ (2024 a), “Contributo” predisposto per la prima riunione del Comitato dei Saggi, Academy del Polo Infrastrutture, FS e RFI, Roma, 18 giugno.
- _____ (2024 b), “Megatrend globali e rivoluzione tecnologica digitale”, Cesifin e Passigli Editori, Firenza, in corso di pubblicazione.
- Massetti M. (2024 “Intervento”, Collegio Lamaro Pozzani, Evento a cura del Cav. Lav. Ercole Pellicanò e di ANSPC, 15 giugno.
- Mc Carthy J. (1956), “Artificial Intelligence”, Dartmouth College, Dartmouth.
- Mc Kinsey & Company (2024 a), “What is artificial general intelligence (AGI)?”, New York, March.
- _____ (2024 b), “Tech services and generative AI”, New York, July.

- Mc Millan and Varga L. (2022), “A review of the use of artificial intelligence methods in infrastructure systems”, Engineering Applications of Artificial Intelligence, November.
- Montesquieu C. L. (1748), “De l’esprit des lois ", Barillot & Fils, Genève.
- Musk E. (2024), “AI will eliminate the need for jobs and lead to universal high income”, Viva Tech International Conference, June.
- Naisbitt J. (1982), “Megatrends: Ten New Directions Transforming Our Lives”, Warner Books, New York.
- Panetta F. (2024), “Considerazioni Finali”, Relazione del Governatore, Banca d’Italia, Roma, 31 maggio.
- Papa Francesco (2024), “G7. Intelligenza artificiale e controllo su armi letali autonome”, Il Popolo, 18 giugno.
- Parlamento Europeo (2024), “Comunicato stampa”, Bruxelles, 18 luglio.
- Rossano D. (2022), “La supervisione finanziaria dopo due crisi”, CEDAM, Milano.
- Ruiz Estrada M. (2024), “The Impact of Humanoid Robots (HR) in the Economy: from Microeconomic and Macroeconomic Perspective”, EVL.
- Savona P. (2024), “Errori dei modelli predittivi e acceleratori econometrici”, Festival Economia, Sole 24 Ore, 24 maggio.
- Savona P. and Masera R., eds. (2023), “Monetary Policy Normalization”, Springer Nature, Cham, Switzerland.
- Security Info Watch (2024), “Fallout of global Microsoft crash”, July 19.
- Smith A. (1759), “The Theory of Moral Sentiments”, Millar, London.
- _____ (1796), “The Wealth of Nations”, Dent & Sons, London.
- Spence M. (2024), “Serve un Cern dell’Intelligenza Artificiale”, Sole 24 Ore, 26 maggio.
- Stagliano A. (2024), “Intervento”, Comitato dei Saggi, Academy del Polo Infrastrutture, FS e RFI, Roma, 18 giugno.

- Turing A. (1950), “Computing Machinery and Intelligence”, Mind, 59 (236), https://doi.org/10.1093/mind/LIX.236.433.
- USGM (2024), “Unimarconi celebra Guglielmo Marconi: 150 anni di innovazione e un’eredità al servizio dell’umanità”, Roma, 31 ottobre.
- von Hayek F. (1937), “Economics and Knowledge”, Economica.
- Zuppi Card. M. (2024), “Intervento”, Premio Pico della Mirandola, 26 maggio.

Rainer Masera

Straordinario di Politica economica

nell’Università degli Studi G. Marconi di Roma

RECENTI SVILUPPI NELLA DISCIPLINA DEGLI OICR DI CREDITO*

(Recent developments in the italian Credit Oicr framework)

ABSTRACT: *La Direttiva AIFM2 si prefigge, inter alia, l'obiettivo di introdurre un impianto normativo armonizzato concernente l'attività di concessione di finanziamenti da parte dei fondi di investimento alternativi ("**FIA**"), perseguendo le finalità di agevolare l'accesso al credito, assicurare un elevato livello di protezione degli investitori e, al contempo, contenere i rischi di carattere sistemico connessi a tale operatività. Il contributo formula una prima disamina delle principali novità introdotte dalla novella in materia di FIA di credito nonché di analizzare l'impatto che la tale disciplina è suscettibile di determinare sul vigente quadro regolamentare italiano.*

The AIFMD2 aims, inter alia, to introduce a harmonised regulatory framework concerning the activity of lending by alternative investment funds ('AIFs'). It pursues the objectives of facilitating access to credit, ensuring a high level of investor protection and, at the same time, containing the systemic risks associated with such operations. This chapter includes an initial examination of the main innovations introduced by the new Directive, as well as an analysis of the impact that itn is likely to have on the pre-existing Italian regulatory framework.

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. Cenni al quadro normativo in alcuni Stati Membri. — 3. Il nuovo regime ai sensi dell'AIFMD2. – 3.1 Alcune definizioni chiave. – 3.1.1. I prestiti di azionista - 3.2. I FIA di credito: requisiti generali - 4. L'AIFMD2 e il regime italiano degli OICR di credito. – 5. L'operatività

* Contributo approvato dai revisori.

transfrontaliera dei FIA di credito - 6. Alcune considerazioni.

1. In data 26 marzo 2024, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il testo definitivo della normativa di riforma della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi ("**AIFMD**"), formalizzata nella Direttiva (UE) 2024/927 ("**AIMFD2**" o la "**Direttiva**").

La AIFMD2 è entrata in vigore il 15 aprile 2024, assegnando agli Stati membri dell'Unione Europea un termine di 24 mesi per il relativo recepimento nell'ordinamento nazionale.

La novella si prefigge, inter alia, l'obiettivo di introdurre un impianto normativo armonizzato concernente l'attività di concessione di finanziamenti da parte dei fondi di investimento alternativi ("**FIA**"), perseguendo le finalità di agevolare l'accesso al credito, assicurare un elevato livello di protezione degli investitori e, al contempo, contenere i rischi di carattere sistemico connessi a tale operatività.

In queste note intendiamo fornire una prima disamina delle principali novità introdotte dalla AFMD2 in materia di FIA di credito nonché di analizzare l'impatto che la tale disciplina è suscettibile di determinare sul vigente quadro regolamentare italiano.

2. La necessità di armonizzazione nel settore di cui si discute scaturiscono dalla constatazione che il panorama normativo antecedente all'AIFMD2 non contemplava una disciplina specifica per i fondi di credito in quanto tali, ma si limitava alla regolamentazione dei soli gestori, demandando pertanto la disciplina sostanziale del prodotto alle legislazioni nazionali.

Tale assetto ha determinato nel tempo una marcata frammentazione regolatoria: sebbene, nella maggior parte degli Stati membri, i fondi di investimento siano autorizzati alla concessione di prestiti, le disposizioni applicabili variano sensibilmente da una giurisdizione all'altra, delineando un quadro eterogeneo e

caratterizzato da approcci divergenti.[1].

Un'analisi comparativa[2] delle configurazioni giuridiche adottate nei principali ordinamenti europei mette in luce le diverse soluzioni delineate dai legislatori nazionali in un settore contraddistinto da un'evoluzione regolatoria progressiva, ma tutt'altro che uniforme.

Emblematico, in tal senso, è il caso tedesco, che, fino al 2015, limitava ai FIA nazionali la possibilità di acquisire crediti non cartolarizzati, riservando tale operatività esclusivamente a una ristretta categoria di investitori professionali – gli Spezial-AIFs – e a determinati FIA accessibili anche ad investitori al dettaglio. Solo con l'emanazione della legge di recepimento della Direttiva UCITS V, che ha introdotto modifiche sostanziali sia al German Capital Investment Code - Kapitalanlagegesetzbuch sia al German Banking Act - Kreditwesengesetz ("KWG"), è stata estesa ai FIA la facoltà di erogare finanziamenti a mutuatari tedeschi.

Considerazioni analoghe valgono con riguado alla Francia, dove il quadro regolamentare è stato sottoposto a una significativa revisione con l'adozione della legge n. 2015-1786 del 29 dicembre 2015 e del decreto n. 2016-1587 del 24 novembre 2016. Tali interventi legislativi hanno inteso consentire a taluni fondi di concedere prestiti a terzi, tra i quali i fondi europei di investimento a lungo termine ("ELTIF") e alcuni fondi di investimento alternativi francesi diversi dagli ELTIF.

Diversamente dai citati ordinamenti, il Lussemburgo non ha adottato un quadro normativo specifico per i fondi di credito: tuttavia, la disciplina in generale applicabile ai fondi di investimento alternativi, è risultata nel tempo sufficientemente flessibile da consentire a tale categoria di fondi di svolgere attività di concessione di credito.

Di particolare interessse è, infine, il modello irlandese, che si distingue per aver anticipato molte delle questioni successivamente affrontate dal legislatore europeo. L'Irlanda è stata, infatti, tra i primi Stati membri ad adottare una disciplina organica per

[1] Sia consentito il rinvio a: F. Annunziata, Credit funds regulation in the EU and the debate on Npls and AMCs. The need for further harmonization, in European Company and Financial Law Review, 2020, 9.
[2] Cfr.: (Nota 1)

i fondi destinati alla concessione del credito e alla partecipazione ai prestiti. Già nel 2014, la Central Bank of Ireland ("CBI") aveva introdotto l'AIF Rulebook, predisponendo un quadro normativo specifico per i Loan Origination Qualifying Investor Alternative Investment Funds ("LQIAIF").

3. Nella prospettiva sopra delineata, uno degli aspetti di maggiore rilievo introdotti dall'AIFMD2 – nonché tra i più dibattuti nel corso dell'iter legislativo – è rappresentato dall'istituzione di un regime armonizzato per

FIA che erogano finanziamenti, indipendentemente dal peso che tali operazioni assumono nell'ambito dell'*asset allocation* complessiva del fondo.

Requisiti specifici aggiuntivi in materia di contenimento dei rischi e strutturazione del fondo sono previsti, unicamente, per la specifica categoria dei "FIA che concedono prestiti", i quali costituiscono un sottoinsieme della più ampia categoria dei FIA che erogano finanziamenti (di seguito, congiuntamente, "FIA di credito").

L'essenza del nuovo regime, come delineata nel Considerando (13) della Direttiva, risiede nell'obiettivo di: (i) instaurare un mercato interno armonizzato (ed efficiente) per la concessione di prestiti da parte dei FIA, garantendo un livello uniforme di tutela degli investitori nell'Unione e prevenendo il rischio di arbitraggio regolamentare derivante da disallineamenti normativi tra gli Stati membri e, (ii) favorire l'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese dell'Unione, ampliando le opportunità al di fuori dei canali bancari tradizionali, in linea con gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali, come indicato nella comunicazione della Commissione del 24 settembre 2020.

3.1 In linea con gli obiettivi delineati, la Direttiva si prefigge, in primo luogo, di delineare l'ambito applicativo relativo all'operatività dei FIA autorizzati all'erogazione di finanziamenti.

Tuttavia, come si avrà modo di approfondire nel prosieguo, permangono rilevanti incertezze in ordine alle modalità di recepimento da parte degli Stati membri

della nozione di concessione indiretta di prestiti delineata dalla Direttiva. Nello specifico, l'impostazione regolatoria unionale, sembrerebbe circoscrivere l'ambito applicativo della erogazione dei prestiti in forma indiretta alle sole operazioni di concessione originaria del credito, escludendo pertanto dal relativo perimetro le operazioni sul mercato secondario realizzate per il tramite di soggetti terzi o società veicolo.

Ai sensi dell'articolo 4, comma 1, della Direttiva AIFMD, come modificata dall'AIFMD2, la nozione di "concessione del prestito" o "concessione del prestito" è, infatti, così definita:

1. l'erogazione diretta di un prestito da parte di un FIA in qualità di prestatore originario; oppure
2. l'erogazione indiretta attraverso un soggetto terzo o una società veicolo che agisce per conto del FIA o del GEFIA, a condizione che quest'ultimo partecipi alla strutturazione del prestito, alla definizione delle condizioni preliminari o alla determinazione delle sue caratteristiche essenziali, prima di acquisire esposizioni sul medesimo.

Alla luce di tale previsione, l'Allegato I, punto 2, dell'AIFMD, come modificato dall'AIFMD2, ha introdotto tra le attività supplementari che un GEFIA è legittimato a svolgere la concessione prestiti per conto del FIA e i servizi per le società veicolo di operazioni di cartolarizzazione.

La configurazione normativa delineata dalla Direttiva in ordine alla concessione indiretta di prestiti da parte dei FIA, si connota dunque per un certo margine di ambiguità che lascia irrisolti alcuni profili interpretativi di rilievo.

Rimane infatti da appurare se, in sede di recepimento dell'AIFMD2, i legislatori nazionali si conformeranno pedissequamente a tale delimitazione normativa ovvero se, al contrario, opteranno per un'interpretazione più estensiva, ricomprendendo, o in taluni casi mantenendo, all'interno della disciplina nazionale le ulteriori forme di investimento in crediti e titoli rappresentativi di crediti, con possibili distorsioni in ordine alla piena armonizzazione del quadro normativo.

Sempre in ambito definitorio, la Direttiva, come già accennato, introduce la nozione di "FIA concedente prestiti", operando, in tal modo, una distinzione rispetto alla più ampia categoria dei FIA che erogano finanziamenti, in ragione della rilevanza che tali operazioni assumono nell'*asset allocation* complessiva del fondo.

A tal fine, l'art. 4, comma 1, lett. at), dell'AIFMD come modificata, definisce il "FIA concedente prestiti", un "FIA:

(i) la cui strategia di investimento consiste principalmente nel concedere prestiti; oppure

(ii) i cui prestiti concessi hanno un valore nozionale che rappresenta almeno il 50% del suo valore patrimoniale netto".

Per tali tipologie di FIA, come si approfondirà nelle sezioni successive, la Direttiva stabilisce specifiche misure di vigilanza e criteri rafforzati in materia di gestione del rischio e strutturazione del fondo.

3.1.1. Nell'ambito del più ampio impianto normativo delineato dall'AIFMD2, orientato a favorire il flusso di finanziamenti verso le piccole e medie imprese e, più in generale, a potenziare le opportunità di credito nell'ecosistema economico europeo, si è inteso riconoscere ai gestori di FIA un notevole margine di operatività, introducendo strumenti di finanziamento connotati da un notevole grado di flessibilità.

In tale contesto, la Direttiva introduce la nozione del cd. Prestito di Azionista, (o "*shareholders loan*"), prevedendo per tale tipologia di finanziamento specifiche deroghe mirate rispetto ai più rigidi presidi introdotti in materia di gestione del rischio, valutazione del merito creditizio e monitoraggio del portafoglio crediti del fondo.

L'articolo 4, comma 1, lett. as) dell'AIFMD, come modificata, definisce ora tali forme di finanziamento come prestiti erogati da un FIA a favore di un'impresa nella quale lo stesso detenga, direttamente o indirettamente, una partecipazione almeno pari al 5% del capitale sociale o dei diritti di voto, con la specifica condizione di incedibilità a terzi se non congiuntamente alla dismissione della partecipazione detenuta dal FIA nell'impresa finanziata.

L'introduzione di questa peculiare fattispecie - unitamente alle correlate deroghe - assume una valenza di notevole rilievo nell'ambito delle strategie di investimento dei fondi di private equity, la cui operatività è strutturalmente orientata all'allocazione di risorse finanziarie all'interno delle società di portafoglio nelle quali il FIA detiene partecipazioni in qualche modo "qualificate".

L'esclusione dei prestiti azionista dall'applicazione delle ordinarie disposizioni in materia di gestione del rischio e monitoraggio previste dall'AIFMD2 trova la propria giustificazione sistematica nel presupposto secondo cui i FIA operanti nel comparto del private equity e del venture capital conducono, ex ante, un'attività di due diligence particolarmente approfondita sulle società target.

Si presume, infatti, che l'esposizione ai rischi connessi a tali finanziamenti sia fisiologicamente mitigata dalla relazione partecipativa instaurata e dall'esercizio dei diritti di governance da parte del FIA, il quale, in ragione del proprio status di primario investitore è in grado di presidiare le dinamiche gestionali e finanziarie della società finanziata.[3]

3.2 La AIFMD2[4] introduce per i FIA di credito specifici presidi in materia di politiche concernenti la concessione del credito, valutazione del rischio di credito nonché contenimento del rischio.

Volgendo lo sguardo all'ordinamento italiano, tali presidi, peraltro, risultano già ampiamente contemplati dalla normativa nazionale, in quanto la disciplina di rango secondario emanata dalla Banca d'Italia, prevede numerose disposizioni in materia di adeguato processo di gestione del credito, limiti all'utilizzo della leva finanziaria, nonché divieti in materia di conflitti di interesse[5].

[3] Sul punto, Paolo Roberto Amendola, Alberto La Mantia "AIFMD 2: il nuovo quadro regolatorio per i gestori di FIA e OICVM" in Diritto Bancario, 2024.
[4] Cfr.: Art. 15 della AIFMD, come modificata.
[5] Cfr. Allegato IV.41 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, il quale prescrive in ordine alla definizione del sistema di gestione dei rischi degli OICR, l'adozione e l'applicazione di un adeguato processo di gestione del credito, delineandone l'articolazione in termini di misurazione e

Quanto alla gestione del rischio, l'art. 15, par. 3, lett. d) della novellata AIFMD dispone che i GEFIA che gestiscono FIA che erogano finanziamenti debbano attuare politiche, procedure e processi efficaci in relazione alla concessione del credito, alla valutazione del rischio di credito e alla gestione e monitoraggio del relativo portafoglio.

Tali politiche e procedure devono essere mantenuti costantemente aggiornati ed efficaci, con un riesame periodico avente una frequenza almeno annuale. Tuttavia, come già si è detto, tale obbligo non trova applicazione in relazione ai cd. Prestiti di Azionista.

Tra le disposizioni di nuova introduzione, l'art. 15, paragrafo 4-bis, dell'AIFMD, come modificata, prevede che il GEFIA garantisca il rispetto di specifici limiti volti a contenere il rischio di concentrazione nell'attività di finanziamento svolta dai FIA da esso gestiti. In particolare, la norma stabilisce che il valore nozionale complessivo dei prestiti concessi da un FIA a un'impresa finanziaria, come definita dall'art. 13, punto 25, della direttiva 2009/138/CE, o a un OICR non possa eccedere il 20% del capitale del fondo. In tale ambito, il legislatore, riconoscendo l'esigenza di garantire un certo margine di flessibilità gestionale, in particolare nelle fasi iniziali di operatività del fondo, ha previsto che tale limite debba essere rispettato entro il termine di due anni dalla data della prima sottoscrizione delle quote o delle azioni del FIA.

A tale riguardo, si evidenzia che, anche in tal caso, disposizioni analoghe, volte al contenimento del rischio di concentrazione, risultano già in parte previste nell'ordinamento italiano, il quale prevede un approccio differenziato in funzione della tipologia di FIA. In particolare, per i FIA non riservati che investono in crediti, è stabilito un limite di concentrazione di carattere generale, indipendente dalla categoria del prenditore, fissato nella misura del 10%[6]. Diversamente, per i FIA riservati, non è più previsto alcun limite di concentrazione. In entrambi i casi, risulta precluso al gestore concedere prestiti o a investire in crediti con una scadenza superiore a quella della

diversificazione del rischio, istruttoria, erogazione, controllo andamentale, classificazione delle posizioni di rischio e relativi criteri, interventi in caso di anomalie, nonché valutazione e gestione delle posizioni deteriorate.

[6] Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V, Capitolo III, Sezione 5, Par. 5

durata del fondo.[7]

Nell'ambito della disciplina dei conflitti di interesse, l'AIFMD2 introduce specifiche limitazioni volte a prevenire possibili distorsioni gestionali derivanti dalle operazioni di finanziamento con parti correlate.

In particolare, ai sensi dell'art. 15, paragrafo 4-sexies, della nuova AIFMD, è espressamente preclusa ai GEFIA, nonché al personale ad essi afferente, la possibilità di ottenere finanziamenti dai FIA da essi gestiti. Tale divieto si estende, altresì, a una pluralità di soggetti la cui posizione, in ragione del ruolo rivestito, potrebbe generare situazioni di potenziale conflitto di interesse, tra cui il depositario del FIA, i soggetti delegati, i delegati del GEFIA, nonché le entità appartenenti al medesimo gruppo societario.

In tale ambito, si evidenzia che l'ordinamento italiano contempla attualmente, per i FIA non riservati che investono in crediti, un regime normativo che, in aggiunta ai divieti di carattere generale in materia di conflitti di interesse, prevede restrizioni analoghe con riferimento ai finanziamenti a favore di soci titolari di partecipazioni qualificate, nonché degli amministratori, dei direttori generali o dei sindaci della SGR o della SICAF, ovvero di società appartenenti al medesimo gruppo. Diversamente, per quanto concerne i FIA riservati che investono in crediti, la normativa nazionale prevede la possibilità di derogare ai divieti generali in materia di conflitti di interesse, a condizione che tale facoltà sia espressamente disciplinata nel regolamento del fondo.

Nell'ottica di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario e di assicurare un livello di tutela elevato per gli investitori, l'AIFMD2 introduce misure stringenti volte a prevenire pratiche di concessione di prestiti finalizzate esclusivamente alla successiva cessione delle relative esposizioni, fenomeno noto come *originate-to-distribute*.

A tal riguardo, l'art. 15, paragrafo 4-*nonies* della Direttiva, impone agli Stati

[7] Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V, Capitolo III, Sezione 6. L'abolizione dei limiti di concentrazione per i FIA di credito riservati è avvenuta con il Provvedimento della Banca d'Italia del 16 febbraio 2021, recante modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, in quanto, originariamente, anche per tali OICR il Regolamento prevedeva specifici limiti di concentrazione.

membri di vietare l'attività di concessione di prestiti qualora la strategia di investimento contempli, anche solo in parte, l'erogazione di finanziamenti con l'unico scopo di cederli successivamente a terzi.

Parallelamente, si introduce - mutuandolo dai principi applicabili in materia di cartolarizzazioni - il principio della *risk retention*, disciplinato dall'art. 15, paragrafo 4-decies che impone ai GEFIA l'obbligo di garantire che ciascun FIA gestito mantenga nel proprio portafoglio una quota pari ad almeno il 5% del valore nozionale di ciascun prestito concesso e successivamente ceduto a terzi. Tale vincolo si applica: (i) fino alla scadenza del finanziamento, per i prestiti la cui scadenza ha un termine massimo di 8 anni, o per i prestiti concessi ai consumatori indipendentemente dalla loro scadenza; e (ii) per un periodo di almeno 8 anni per gli altri prestiti con durata maggiore.

Tuttavia, la disciplina contempla specifiche ipotesi di esenzione dalla regola della *risk retention*, tra le quali si segnalano i casi di liquidazione del FIA o di cessione dei finanziamenti quando funzionali all'attuazione della strategia di investimento del fondo. In quest'ultima ipotesi, tuttavia, l'operazione deve essere condotta nel miglior interesse degli investitori, e il GEFIA è tenuto a fornire alle Autorità nazionali competenti, su loro richiesta, un'adeguata giustificazione della sussistenza della richiamata condizioni di esenzione.

Un ulteriore profilo di novità introdotto dall'AIFMD2 attiene alla possibilità, per i FIA che concedono prestiti, di estendere la propria operatività al settore del credito al consumo, a condizione che tale attività sia conforme alle disposizioni sancite dalla Direttiva 2008/48/CE in materia di contratti di credito ai consumatori, nonché dalla Direttiva (UE) 2021/2167 in materia di gestori ed acquirenti di crediti.

Nondimeno, al fine di tutelare esigenze imperative di ordine pubblico, la Direttiva conferisce agli Stati membri la facoltà di precludere, nell'ambito del proprio ordinamento, l'attività di concessione di finanziamenti in favore dei consumatori da parte dei FIA, fermo restando che tale limitazione non potrebbe in alcun modo pregiudicare la libera commercializzazione, all'interno dell'Unione, di FIA che concedano prestiti a tale categoria.

Sotto tale profilo, è opportuno rilevare come l'ordinamento italiano si sia già avvalso di tale prerogativa, introducendo, all'art. 46 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), il divieto per gli organismi di investimento collettivo del risparmio di concedere finanziamenti a persone fisiche. Sarà dunque da valutare, in fase di recepimento della AIFMD2, il mantenimento o meno di tale impostazione, che la nuova Direttiva non impone di modificare.

In aggiunta a tali disposizioni, applicabili a tutti i GEFIA di FIA attivi nell'attività di concessione di prestiti, l'AIFMD2 introduce specifiche prescrizioni riguardanti i cd. "FIA concedenti prestiti", e, in particolare in ordine alle soglie massime di esposizione tramite leva finanziaria e alla strutturazione del fondo.

Con riguardo al primo aspetto, l'art. 15, paragrafo 4-ter stabilisce che l'esposizione massima mediante leva finanziaria non possa eccedere il 175% per i FIA aperti e il 300% per i FIA chiusi. A tal proposito, si osserva che la disciplina attualmente vigente nell'ordinamento italiano contempla limiti di leva finanziaria differenziati in funzione della tipologia di investitori cui il FIA è destinato. In particolare, per i FIA non riservati che investono in crediti, è stabilito un limite di esposizione alla leva di carattere generale, fissato nella misura del 30% del valore complessivo netto del fondo, consentendo, altresì, l'assunzione di tali esposizioni esclusivamente per finalità di copertura[8].

Diversamente, i FIA riservati risultano assoggettati a requisiti meno stringenti, essendo previsto l'obbligo di contenere il ricorso alla leva finanziaria entro un rapporto massimo di 1,5[9].

In quest'ottica, l'approccio adottato dal legislatore nazionale dovrà essere armonizzato con il quadro regolamentare europeo, in quanto l'AIFMD2, nei propri considerando[10], chiarisce espressamente che il limite alla leva finanziaria non dovrebbe variare in ragione della tipologia di investitori, siano essi professionali o retail.

[8] Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V - Capitolo III, sezione V, Par. 6.3.
[9] Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V - Capitolo III, sezione VI - FIA.
[10] Cfr. Considerando n.18 della Direttiva.

Inoltre, la Direttiva dispone che, ai fini del calcolo della leva finanziaria, l'esposizione complessiva del fondo debba essere determinata secondo il metodo degli impegni, in conformità agli atti delegati adottati ai sensi dell'art. 4, paragrafo 3, della Direttiva AIFMD, e rapportata al valore patrimoniale netto del fondo.

Con riferimento alla struttura dei FIA concedenti prestiti, la Direttiva sancisce, in via generale, il principio secondo cui tali fondi debbano adottare una forma chiusa, in ragione della peculiare natura degli investimenti sottostanti e della necessità di assicurare un bilanciamento tra la durata degli impieghi e le tempistiche di rimborso delle quote.

Tuttavia, differentemente dalla disciplina domestica, la Direttiva consente la possibilità che un FIA concedente prestiti sia strutturato anche in forma aperta, a condizione che il GEFIA sia in grado di dimostrare alle autorità competenti che il sistema di gestione del rischio di liquidità del FIA è compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso, ferme restando le soglie, restrizioni e condizioni di cui ai Regolamenti (UE) nn. 345/2013 ("Regolamento EuVECA"), 346/2013 ("Regolamento EuSEF") e 2015/760 ("Regolamento ELTIF").

In tale contesto, si segnala che, in data 12 dicembre 2024, l'ESMA ha avviato una consultazione pubblica finalizzata all'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione (Regulatory Technical Standards – RTS), volte a individuare criteri oggettivi che consentano alle autorità di vigilanza di valutare l'ammissibilità della forma aperta per un FIA concedente prestiti, nel rispetto dei principi di sana e prudente gestione[11].

Il parziale superamento della rigidità delle forme chiuse degli OICR di cui si discute costituisce un elemento degno di nota della nuova Direttiva, che andrà valutato attentamente in fase di recepimento, anche alla luce delle soluzioni che si consolideranno negli altri Stati Membri.

[11] Cfr.: Esma, Consultation Paper Draft regulatory technical standards on open-ended loan-originating AIFs under the AIFMD, 12 December 2024 (ESMA34-1985693317-1085).

4. Il prossimo adeguamento dell'ordinamento nazionale alle innovazioni introdotte dall'AIFMD2 impone una riflessione in merito alla compatibilità tra la disciplina domestica e il nuovo assetto normativo delineato a livello unionale, con particolare riferimento alla nozione di OICR di credito contenuta nel TUF.

Tale esigenza si impone con peculiare intensità laddove si consideri la significativa innovazione rappresentata dall'introduzione, nell'ambito della Direttiva, della definizione di concessione del prestito la cui formulazione, sebbene connotata da una portata estesa, parrebbe delineare un perimetro applicativo più circoscritto rispetto a quello attualmente contemplato dal diritto interno.

In particolare, la formulazione dell'art. 4, paragrafo 1, lettera r), punto ii), della AIFMD, nella sua versione modificata, appare orientata a disciplinare - in continuità con quanto previsto alla lettera precedente del medesimo articolo - operazioni di concessione originaria del credito, sebbene realizzate attraverso l'intervento di soggetti terzi.

Diversamente, l'ordinamento nazionale si connota per un'impostazione più estesa e articolata rispetto a quella introdotta dalla disciplina unionale, come si evince dalla nozione di OICR di cui nell'art. 1, comma 1, lett. k), del TUF.

Tale definizione, infatti, delinea un perimetro operativo che non si esaurisce nella mera concessione del credito, ma si estende altresì a forme di investimento che comprendono l'acquisizione di posizioni creditorie già costituite, consentendo agli OICR di credito di operare non solo attraverso l'erogazione di nuova finanza, ma anche mediante l'acquisto di crediti originati da terzi.

L'operatività così delineata trova concreta espressione nell'ambito di transazioni aventi a oggetto crediti di varia natura, tra cui, ad esempio crediti commerciali o fiscali, con la possibilità per l'OICR di intervenire quale acquirente in operazioni di cessione di portafogli di crediti ovvero mediante l'acquisizione di singole posizioni creditorie, a seconda della strategia di investimento perseguita.

A tal riguardo, appare auspicabile che, in sede di recepimento delle disposizioni della AIFMD2, il legislatore nazionale intervenga con un'opera di razionalizzazione e

allineamento dell'ambito di applicazione e terminologico, al fine di armonizzare la disciplina domestica con il modello normativo delineato a livello unionale. In tale prospettiva, si renderebbe opportuna una ricomposizione sistematica delle definizioni vigenti, volta a circoscrivere la concessione indiretta di prestiti entro i confini applicativi del modello di erogazione del credito così come delineato dalla Direttiva.

In relazione alle ulteriori disposizioni introdotte dalla AIFMD2 e alla loro trasposizione nel Testo Unico della Finanza (TUF), nonché nelle pertinenti disposizioni attuative, si osserva che, nell'ambito del medesimo intervento definitorio, risulterebbe altresì opportuna l'introduzione della nuova tipologia di finanziamento rappresentata dal cosiddetto Prestito di azionista. Il riconoscimento di tale strumento, unitamente alla possibilità per i FIA di concedere prestiti ai consumatori, rappresenta, infatti, una delle principali innovazioni recate dalla Direttiva in relazione alla platea dei soggetti destinatari dell'attività di finanziamento.

Con riguardo al "Prestito di azionista", si imporrebbe un'accurata opera di coordinamento con la disciplina nazionale vigente in materia di conflitti di interesse, la quale dovrebbe essere, altresì, opportunamente integrata al fine di recepire le nuove preclusioni soggettive introdotte dalla Direttiva in relazione ai destinatari dell'erogazione dei finanziamenti.

Per quanto concerne, invece, la possibilità per i FIA di concedere prestiti ai consumatori, la disciplina vigente in Italia – che attualmente esclude tale operatività – solleva interrogativi di natura sistematica in merito alla compatibilità con il principio, sancito dalla Direttiva, volto a consentire la commercializzazione, all'interno dell'Unione, di FIA UE legittimati a esercitare attività di finanziamento nei confronti di tale tipologia di clientela.

L'introduzione di tale previsione potrebbe, infatti, determinare un significativo squilibrio competitivo a sfavore degli operatori nazionali, esponendo i GEFIA italiani a un'asimmetria rispetto ai gestori esteri, i quali, a differenza dei FIA domestici, potrebbero ben essere legittimati a operare nel segmento del credito al consumo.

In tale scenario, appare quanto mai più opportuno che la Banca d'Italia eserciti

le prerogative a essa conferite – ma rimaste sinora inesplorate – ai sensi dell'art. 46-ter, comma 3, del Testo Unico della Finanza (TUF). Tale disposizione le attribuisce il potere di prescrivere, nei confronti dei FIA UE che intendano investire in crediti in Italia, al pari di quanto previsto per i FIA di credito italiani, l'obbligo di registrazione presso la Centrale dei Rischi, eventualmente per il tramite di banche e intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385.

L'adozione di tale misura si renderebbe infatti necessaria, in quanto, il comparto del credito al consumo si configura come un segmento particolarmente sensibile, in cui l'assenza di adeguati presidi informativi—quali l'obbligo di registrazione presso la Centrale dei Rischi—potrebbe compromettere la corretta valutazione della solvibilità dei prenditori, alimentando, al contempo, il rischio di sovraindebitamento.

L'introduzione di tale obbligo per i FIA UE di credito non si limiterebbe, dunque, a riequilibrare le condizioni concorrenziali con gli operatori domestici, ma rappresenterebbe altresì una misura imprescindibile per assicurare un monitoraggio efficace delle esposizioni.

Inoltre, un ulteriore profilo di particolare rilevanza attiene alla configurazione strutturale dei FIA di credito, dal momento che le nuove previsioni – seppur subordinatamente al rispetto di specifiche condizioni – introducono la possibilità di costituire tale tipologia di fondi anche in forma aperta.

Al riguardo, si impone una riflessione sulla coerenza di tale innovazione con l'ordinamento italiano, il quale, nella sua formulazione vigente, prevede espressamente che i FIA di credito possano essere istituiti esclusivamente in forma chiusa. Ne discende che un eventuale mancato allineamento della normativa domestica, in sede di recepimento delle nuove disposizioni, potrebbe, anche in tal caso, determinare una significativa discrasia rispetto alla regolamentazione applicabile negli altri Stati membri, con il rischio di generare una distorsione del quadro concorrenziale tra FIA di credito UE e italiani.

5. La Direttiva non contiene una disposizione espressa che riconosca in via

inequivocabile il passaporto europeo ai nuovi FIA di credito. Infatti, la concessione di previsti è prevista, dalla AIFMD2, unicamente tra le funzioni *supplementari* che il GEFIA può svolgere nella gestione di un FIA, anziché, come sarebbe stato auspicabile, tra le funzioni minime di gestione.

Tale impostazione, sebbene non escluda a priori l'applicabilità del passaporto europeo, lascia aperti margini di incertezza interpretativa in merito alla possibilità per i FIA di credito di beneficiare di tale regime senza limitazioni o condizioni ulteriori rispetto a quelle previste per le altre categorie di FIA.

A sostegno dell'applicabilità del passaporto comunitario anche alla concessione di prestiti, si colloca il Considerando (13), il quale lascia trasparire con sufficiente chiarezza l'intento del legislatore europeo di agevolare la circolazione transfrontaliera di tali fondi, nell'ottica di promuovere una maggiore integrazione del mercato del credito e di rafforzarne la competitività su scala unionale.

Ciò posto, in mancanza di espressa previsione normativa in tal senso, non si può escludere che, in sede di attuazione, la qualificazione dell'attività di concessione del credito quale attività accesoria dei FIA possa essere interpretata dagli ordinamenti nazionali in senso restrittivo, con il rischio di configurarsi come un elemento limitativo per l'accesso dei FIA di credito al regime del passaporto europeo.

Resta, quindi, da verificare se il regime del *passporting* troverà concreta e uniforme attuazione in sede applicativa attraverso l'adozione di disposizioni nazionali, ovvero se si renderà necessario un ulteriore intervento normativo a livello unionale per chiarirne in via definitiva l'estensione a tale tipologia di FIA.

Nell'attesa di tali chiarimenti, resta complesso prevedere se – e in quale misura – gli Stati membri sceglieranno di adottare un approccio di *goldplating*, irrigidendo il quadro normativo dell'AIFMD2 con oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal legislatore unionale ai fini dell'operatività transfrontaliera dei FIA di credito, ovvero se riterranno sufficiente il framework delineato dalla Direttiva AIMFD 2, senza dunque introdurre ulteriori vincoli regolamentari che finirebbero per tradursi in un passaporto "de facto" limitato o parziale.

6. Sin dalla loro introduzione nell'ambito del sistema finanziario, i fondi di credito sono stati identificati come uno dei principali attori del c.d. "shadow banking", termine che designa l'intermediazione creditizia condotta al di fuori del sistema bancario tradizionale e, conseguentemente, del rigoroso quadro regolamentare prudenziale che ne caratterizza l'operatività.

Già nel 2017, il Financial Stability Board (FSB)[12], nel "Global Shadow Banking Monitoring Report 2017", ha sottolineato il ruolo preminente dei fondi di credito – insieme ad altre entità, quali i fondi comuni monetari e gli hedge fund specializzati in credito – nell'alimentare l'espansione di questo fenomeno. La capacità di operare in un contesto regolamentare meno stringente rispetto agli intermediari bancari tradizionali ha permesso a queste entità di assumere un ruolo sempre più rilevante nel panorama finanziario globale, pur sollevando interrogativi sul bilanciamento tra innovazione e rischio sistemico.

Nella medesima direzione, anche l'European Banking Authority (EBA), nel suo "Final Report on draft RTS on criteria for the identification of shadow banking entities"[13], ha fornito chiarimenti di rilievo, affermando che i fondi comuni di investimento alternativi (FIA) possono essere ricondotti nell'ambito delle entità shadow qualora ricorrano determinate condizioni. In particolare, risulta determinante il caso in cui il fondo non sia soggetto a un espresso divieto di erogare prestiti nell'ambito della propria operatività ordinaria o di acquisire esposizioni creditizie di terzi per conto proprio. Lo svolgimento di tali attività determina per i FIA un'esposizione a un livello di rischio significativamente elevato. Tale vulnerabilità è ulteriormente accentuata, da un lato, dall'assenza dei presidi di vigilanza prudenziale previsti per gli altri operatori del credito dalla CRR e dalla CRD e, dall'altro, dalla *mancanza di una regolamentazione prudenziale equivalente, idonea a mitigare le*

[12] Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, 5 March 2018.
[13] Cfr. Art, 1, par. 6 del Final Report on draft RTS on criteria for the identification of shadow banking entities dell'EBA.

potenziali distorsioni derivanti dall'operatività di questi strumenti sul mercato.

In tale contesto, l'evoluzione introdotta dalla Direttiva AIFMD2 rappresenta un passaggio di rilievo, segnando una svolta significativa verso una regolamentazione più strutturata e uniforme a livello europeo. Pur evitando un'estensione automatica e indiscriminata della disciplina prudenziale bancaria ai FIA di credito, la Direttiva si propone di colmare le lacune normative esistenti, delineando un quadro regolamentare più strutturato e armonizzato, in grado di garantire una maggiore omogeneità nella tutela degli investitori.

A tal fine, il legislatore unionale adotta un approccio organico, volto a rafforzare i presidi di vigilanza e a intervenire sulla gestione dei rischi attraverso l'introduzione di requisiti più stringenti in materia di governance, liquidità e leva finanziaria, sia in una prospettiva.

Nella prospettiva del recepimento della Direttiva nei diversi ordinamenti nazionali, si delinea così il primo passo verso il superamento di un quadro normativo frammentato, a favore di un assetto regolamentare *fully fledged*, ossia completo, organico e idoneo a garantire una maggiore coerenza e stabilità normativa a livello europeo.

In particolare, come già evidenziato, l'intervento normativo, nello specifico, si concentra su rischi specifici legati alla gestione collettiva del risparmio (limiti di utilizzo della leva finanziaria, conflitti di interesse, valutazione puntuale del rischio di credito) adottando un nuovo approccio che rafforza il sistema di concessione del credito da parte dei FIA senza tuttavia introdurre requisiti prudenziali in senso stretto, tradizionalmente applicati agli istituti bancari.

Da tale impostazione emerge, dunque, un quadro normativo più articolato, che, pur introducendo elementi di maggior rigore rispetto al passato, si distingue per un approccio più favorevole dell'Unione nei confronti dei FIA di credito rispetto agli ulteriori operatori del credito.

Tale impostazione, trova il proprio fondamento nelle profonde divergenze strutturali e operative che distinguono il sistema bancario da quello dei fondi, nonché

nei differenti profili di rischio a cui sono esposti gli stakeholder di riferimento.

Mentre i quotisti dei FIA accettano consapevolmente un'esposizione a rischi di investimento intrinseci alla natura stessa del fondo, i depositanti bancari hanno un'esigenza di tutela di gran lunga più stringente, derivante dall'obbligo, in capo agli istituti di credito, di garantire la sicurezza dei depositi raccolti.

In questa prospettiva, il legislatore europeo adotta un approccio consapevole e mirato, che rifugge da una sterile assimilazione tra i due modelli regolatori, evitando così un'applicazione indiscriminata del quadro prudenziale bancario ai FIA.

Un ulteriore elemento che sottolinea la netta separazione tra il regime regolamentare applicabile ai FIA di credito e quello previsto per gli intermediari bancari riguarda la (perdurante) assenza nei confronti dei FIA di una disciplina organica in materia di sistemi di risoluzione per la gestione delle crisi, al pari di quanto previsto per gli enti creditizi.

Tuttavia, tale impostazione non è esente da critiche. In particolare, è stato osservato[14] come la mancanza di un quadro armonizzato di risoluzione per i FIA di credito rappresenti un profilo di vulnerabilità nel sistema normativo attuale. A differenza di quanto previsto per altre entità finanziarie, non esiste un meccanismo che garantisca agli investitori che l'eventuale risoluzione di un fondo o del suo gestore avvenga secondo procedure sistematiche, trasparenti e coordinate.

In questa prospettiva, è stato evidenziato[15] come diversi ordinamenti a livello globale abbiano già avviato l'istituzione di quadri normativi specifici per i prestatori non bancari, al fine di mitigare i rischi connessi a possibili situazioni di insolvenza o crisi finanziaria[16].

La AIFMD2 si discosta da questa linea evolutiva. La scelta del legislatore europeo

[14] P. Peridis, A resolution Framework for Failing Credit AIFs, in Alternative Lending: Risks, Supervision, and Resolution of Debt Funds (EBI Studies in Banking and Capital Markets Law), 2022, (English Edition), Kindle Edition, (515 e ss).
[15] Cfr. nota 15.
[16] Ad esempio, l'India ha pubblicato una circolare sul quadro prudenziale per la risoluzione degli asset deteriorati, che impone obblighi a tutti i finanziatori. Cfr.: "Non-Bank Lenders May Become Part of ICA," The Financial Express (blog), 8 August 2019, https://www.financialexpress.com/industry/non-bank-lenders-may-become-part-of-ica/1669483/.

non appare essere casuale, ma parrebbe trovare la propria giustificazione nella differente incidenza sistemica dei rischi associati ai FIA rispetto ad altre entità finanziarie.

A tal proposito, l'articolo 2, lett. c), del Regolamento (UE) n. 1092/2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e istitutivo del Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board – ESRB), fornisce una definizione chiara e univoca di rischio sistemico, qualificandolo come "un rischio di perturbazione del sistema finanziario con il potenziale di avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e per l'economia reale". Da tale definizione emerge con evidenza che non tutti gli intermediari finanziari presentano il medesimo grado di rilevanza sistemica e, pertanto, non necessitano dello stesso livello di regolamentazione prudenziale.

Ciò implica la necessità di un approccio regolamentare differenziato, calibrato in funzione della capacità dell'entità di incidere sulla stabilità complessiva del sistema.

Il Considerando 9 del medesimo Regolamento, evoca così tre criteri fondamentali per valutare l'importanza sistemica di un'entità finanziaria: la dimensione, ossia il volume dei servizi finanziari offerti; la sostituibilità, intesa come la possibilità che altre entità possano fornire gli stessi servizi in caso di crisi; e l'interconnessione, ovvero il grado di collegamento tra l'entità esaminata e le altre componenti del sistema finanziario.

Applicando tali parametri al contesto dei FIA di credito, emergerebbe come questi ultimi, pur assumendo un ruolo crescente nell'ecosistema finanziario, non presentino il medesimo livello di interconnessione sistemica che caratterizza gli istituti bancari. La loro operatività si caratterizzerebbe per una maggiore autonomia gestionale e per un minor grado di integrazione diretta con il sistema finanziario tradizionale, riducendo sensibilmente la possibilità che eventuali difficoltà interne possano propagarsi con effetti di contagio su scala sistemica.

Si spiegano, dunque, le ragioni per le quali il legislatore europeo, consapevole di queste divergenze strutturali, abbia optato per un approccio proporzionato e

calibrato, evitando l'estensione ai FIA di credito delle misure di risoluzione armonizzate previste per altre entità finanziarie.

Infine, come già evidenziato nelle sezioni precedenti, una delle più rilevanti aree di incertezza della Direttiva risiede nella mancata definizione chiara e univoca dell'effettiva estensione del regime di *passporting* in favore dei FIA che erogano finanziamenti. Tale aspetto, lungi dal costituire un elemento di dettaglio, si configura quale pilastro imprescindibile per il perfezionamento del processo di armonizzazione del quadro normativo europeo in materia FIA di credito.

Filippo Annunziata

Associato di Diritto dell'Economia

nell'Università di Milano "Bocconi"

BANCHE E ORDINAMENTO BANCARIO ALLA PROVA DELLA *CAPITAL MARKETS UNION*: ALCUNE SUGGESTIONI [*]

(Banks and banking regulation to the Capital Markets Union test: Some suggestions)

ABSTRACT: *La relazione propone alcune riflessioni traendo spunto dalla parsimonia di riferimenti al comparto bancario che si riscontra nei più recenti "pacchetti" di iniziative legislative volte a realizzare l'Unione europea dei mercati dei capitali, nonostante la centralità anche per le banche delle materie che vi vengono trattate e malgrado la stretta correlazione tra* Capital Markets Union *e Unione Bancaria. Sulla scorta di talune esemplificazioni concrete, si stigmatizza il rischio di uno sviluppo disarmonico dell'ordinamento finanziario nei rapporti tra le sue singole componenti.*

The article aims to put forward some thoughts drawing on the scant references in the recent legislative "packages" concerning the banking sector and relating to the European Capital Markets Union (despite its relevance for the banking industry and the close correlation between Capital Markets Union and Banking Union). On the basis of some concrete examples, the contribution points out the risk of disharmonious development of the financial system affecting the relationship between its sectoral components.

SOMMARIO: 1. Una brevissima cronistoria introduttiva: il progetto di Mercato Unico dei Capitali nell'Unione Europea e i "pacchetti" di proposte legislative per la sua realizzazione. – 2. La CMU "dimentica" le banche? La parsimonia di riferimenti diretti al settore bancario nelle iniziative legislative sin qui realizzate o avviate. – 3. CMU e sistema bancario. - 4. Il rischio di disarmonie regolamentari: un esempio di tema di trasparenza. – 5. (Segue) … ed uno relativo all'assetto della supervisione.

[*] Contributo approvato dai revisori.

1. Come è noto, l'etichetta "CMU" – acronimo di *Capital Markets Union* – identifica una serie di iniziative in sede eurounionale volte a realizzare pienamente un mercato unico dei capitali nell'UE. In tal modo troverebbe finalmente compiuta attuazione l'obiettivo della libertà di circolazione dei capitali sancito a chiare lettere sin dal Trattato di Roma del 1958.

Si ricorderà che il merito della spinta iniziale è ascrivibile all'allora Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker, il quale all'esordio del suo mandato, nel novembre del 2014, indicò la creazione di un mercato unico europeo dei capitali tra le priorità delle azioni della Commissione appena insediata; tant'è che venne da subito affidato uno specifico incarico con scadenza nel 2019 al Commissario per la Stabilità Finanziaria, i Servizi Finanziari e l'Unione dei Mercati Finanziari e che già nel 2015 la Commissione pubblicò un Libro Verde[1] avviando una consultazione per la realizzazione del progetto. Tralasciando l'elencazione che provvedimenti che sono scaturiti da quel primo piano d'azione, è qui sufficiente ricordare che nel 2020 ne ha fatto seguito un secondo[2] e che, di conseguenza, già a partire dal 2021 ogni anno la Commissione ha pubblicato dei "pacchetti" di proposte – più di qualcuna giunta all'approvazione definitiva – volti a dare seguito agli intenti dichiarati[3].

---

[1] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde *Costruire un'Unione dei mercati di capitali*, COM(2015) 63 final del 18 febbraio 2015. A tale documento vennero affiancati due ulteriori documenti di consultazione, rispettivamente in materia di cartolarizzazione dei crediti e di revisione della disciplina sul prospetto informativo. In tema, v. C. OSSIG, *Capital Markets Union: Process and Priorities – A financial industry perspective*, in *The European Capital Markets Union*, a cura di A. Dombret e P.S. Kenadjian, Berlin/Boston, De Gruyter, 2015, p. 11 ss.; D. SICLARI, European Capital Markets Union *e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred*., 2016, I, p. 481 ss.

[2] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final del 24 settembre 2020. Per una valutazione piuttosto critica del percorso compiuto fino a quella data, v. CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: un avvio lento verso una meta ambiziosa*, Relazione speciale n. 25, 2020, reperibile all'indirizzo *https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr20_25/sr_cmu_it.pdf*.

[3] In particolare, il 25 novembre 2021 la Commissione ha pubblicato un pacchetto comprendente quattro proposte legislative: 1) il punto di accesso unico per gli investitori (ESAP); 2) la revisione del regolamento relativo ai fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF); 3) il riesame della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (GEFIA); 4) il riesame del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) e della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFId II): cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali – Risultati conseguiti un anno dopo il piano di azione*, COM(2021) 720 final. L'anno seguente, invece, il 7 dicembre lo stesso organo dell'Unione ha proposto un'ulteriore serie di misure tese a implementare ulteriormente la CMU, attraverso modifiche del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) [COM(2022) 697

L'ultimo di questi blocchi di iniziative legislative è datato 24 maggio 2023 e comprende due misure: una proposta di direttiva *omnibus* che modifica la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), la Direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD), Solvency II, la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS) e la Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)[4]; una proposta di regolamento che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 c.d. PRIIPs (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*)[5]. Su queste il Consiglio ha raggiunto un accordo il 12 giugno di quest'anno, dopo che il 23 aprile precedente il Parlamento Europeo non aveva approvato in prima lettura la proposta di direttiva avviando in tal modo i negoziati interistituzionali noti come "trilogo".

Allo stato, non si ha invece notizia di un "pacchetto" in fase di elaborazione nel 2024, né d'altronde questo sembra profilarsi in questo scorcio d'anno se solo si scorre la *timeline* pubblicata sul sito del Consiglio[6]; ciò, probabilmente, anche in conseguenza del lungo travaglio per la nomina della nuova Commissione a seguito delle elezioni tenutesi nel mese di giugno.

2. Questa rapida e sommaria ricostruzione è funzionale ad alcune considerazioni che ne possono derivare.

La prima è finanche ovvia: non è affatto casuale che il processo in discorso abbia preso avvio nel 2015, giacché questo si pone in chiara linea di continuità con l'avvento dell'Unione Bancaria da poco sostanzialmente realizzata e scaturisce dall'intento, comune ai due percorsi di riforma, di rendere resilienti gli intermediari e i mercati finanziari europei (intesi in un'accezione ampia e onnicomprensiva) alle sfide poste dall'evoluzione del settore e che la crisi dalla quale in quegli anni si stava faticosamente

final], l'armonizzazione di taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza all'interno dell'UE al fine di aumentare l'efficienza e la prevedibilità dei quadri normativi, in particolare per quanto riguarda gli investimenti transfrontalieri [COM(2022) 702 final] e il varo di norme in materia di quotazione per le imprese, in particolare le piccole e medie imprese (PMI) [COM(2022) 760 final].

[4] COM(2023) 279 final.

[5] COM(2023) 278 final.

[6] V. *https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union-explained/timeline-capital-markets-union-explained/*

uscendo aveva posto in evidenza in tutta la loro serietà e la loro pericolosità[7]. Una volta realizzata l'Unione Bancaria, era per molti versi naturale volgere l'attenzione al comparto contiguo della finanza, questa volta intesa in senso stretto. Tale ideale linea di continuità – che è però al contempo anche una sinergia – tra Unione Bancaria e Mercato Unico dei Capitali viene riconosciuta già nel Libro Verde del 2015 poc'anzi ricordato, nel momento in cui, ad esempio, afferma a chiare lettere che «*poiché intende spezzare il legame tra i dissesti delle banche e i debiti sovrani nella zona euro, l'Unione bancaria costituirà una piattaforma stabile per sostenere lo sviluppo di un'Unione dei mercati dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE*» e per converso che, «*Parimenti, una buona integrazione dei mercati dei capitali contribuirà alla resilienza dell'Unione economica e monetaria*»[8].

Sennonché, nonostante la crescente compenetrazione tra il settore bancario, quello assicurativo e quello finanziario in senso stretto, una banca non è un'impresa di investimento[9], né quest'ultima è un'impresa di assicurazione, per cui occorre prestare molta attenzione a non trascurare le peculiarità proprie di ciascuna tipologia di intermediari e di attività. Ancora una volta siamo di fronte cioè ad uno dei dilemmi più complessi del diritto dell'economia di questi ultimi decenni, alla ricerca costante di un difficile equilibrio tra la creazione di un *level playing field* per garantire condizioni di parità concorrenziale tra giocatori dalle caratteristiche diverse l'uno dall'altro ma che si contendono un terreno di gioco parzialmente in comune, da un lato, e salvaguardia delle perduranti (o quanto meno residuali) specificità di ciascuna delle tre tradizionali componenti del sistema finanziario, dall'altro, con conseguenti riverberi di non poco conto anche sulla supervisione pubblica sul settore.

[7] In tema di interrelazioni tra Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali v., ad es., D. SCHOENMAKER, *From Banking Union to Capital Markets Union*, *in The European Capital Markets Union: A Viable Concept and a Real Goal?*, cit., p. 37 ss. e R. EPSEIN – M. RHODES, *From governance to government: Banking Union, capital markets union and the new EU*, in *Competition & Change*, 2018, vol. 22(2), p. 205 ss.

[8] COMMISSIONE EUROPEA, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, cit., Sezione 1.

[9] Per un condivisibile richiamo in tal senso v. anche C. BRESCIA MORRA, *Che cos'è la banca oggi tra innovazione e regole europee*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di A. Brozzetti, Milano, 2023, p. 45 ss., partic. p. 51 ss.

Va detto che, almeno in origine, di ciò gli organismi dell'Unione si mostravano pienamente consapevoli, tant'è vero che nel Libro Verde del 2015 si leggono parole inequivocabili a questo riguardo: «*L'Unione dei mercati dei capitali non è l'Unione bancaria: mercati dei capitali di maggiore spessore necessitano di misure che differiscono dagli elementi fondamentali dell'Unione bancaria*»[10]. Colpisce però che se in principio i riferimenti espliciti al comparto bancario erano ricorrenti – solo per fare un esempio, visto che si tratta appunto del documento ufficiale che diede avvio al processo di unificazione dei mercati di capitali nell'Unione, in quello stesso Libro Verde ormai più volte ricordato il sostantivo "banca", al singolare o al plurale, e il correlato aggettivo vengono impiegati per ben 54 volte in un testo di 30 pagine complessive – nelle più recenti proposte legislative questi termini scompaiono pressoché del tutto: una sola volta nella proposta di direttiva c.d. *omnibus* (e per di più in un *considerando*)[11] ed un'altra in quella di regolamento volto ad aggiornare il documento di informazione chiave (e nuovamente in un semplice *considerando*)[12].

È una parsimonia di riferimenti, questa, dovuta all'oggettiva specificità delle materie trattate nelle due proposte, o si può forse pensare che accanto a tale prima motivazione, comunque oggettiva e difficilmente revocabile in dubbio, vi sia sotteso il convincimento, forse lentamente autoalimentatosi nel corso di questi ultimi anni, che in fondo, una volta chiusa la partita dell'Unione Bancaria, quella riguardante i mercati dei capitali sia una partita affatto diversa, sino al punto da palesare, anzi, che la CMU si propone sempre più marcatamente di sviluppare canali di finanziamento alternativi all'intermediazione bancaria?

Questa seconda chiave di lettura appare più plausibile, tanto più alla luce dei

[10] COMMISSIONE EUROPEA, *ibidem*.
[11] Cfr. 38° *considerando* della *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/67 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, (COM) 2023 279, 2023/0167 (COD), nel testo del 7 giugno 2024.
[12] Cfr. 6° *considerando* della *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave*, (COM) 2023 278 final, 2023/0166 (COD), nel testo sempre del 7 giugno 2024.

diversi provvedimenti legislativi sin qui già approvati proprio nel quadro della *Capital Markets Union* e di cui tra l'altro, nell'ordinamento italiano, ora cogliamo i riverberi soprattutto nella recente c.d. legge capitali 5 marzo 2024, n. 21.

3. È tuttavia evidente che la CMU riguarda *direttamente* anche il sistema bancario, e non poco: innanzitutto perché le banche prestano servizi di investimento e di questi, invece, si occupano sì molti dei provvedimenti e delle proposte legislative inseriti nell'alveo del percorso che intende dare compimento alla libera circolazione dei capitali in tutti gli Stati dell'Unione Europea; in secondo luogo, anche perché la disintermediazione bancaria, che questi ricorrenti "pacchetti" non si limitano a riscontrare ma tendono piuttosto a favorire apertamente, impone alle banche di "pensarsi" rapidamente in modo nuovo, tanto più che anche sul diverso fronte tradizionale della prestazione dei servizi di pagamento il sistema bancario si trova a fronteggiare la concorrenza di nuove tipologie di operatori e di strumenti tecnologici innovativi che tendono a bypassare i canali di trasferimento del denaro che abbiamo sin qui conosciuto e che il fenomeno dell'*open banking* non fa che accelerare questo processo[13]. Insomma, come tutti sappiamo: gli spazi di specificità operativa tradizionali delle banche rappresentati, da un lato, dall'intermediazione creditizia e, dall'altro, dalla prestazione di servizi di pagamento tendono sempre più ad erodersi.

Ora, prescindendo dalle questioni di strategia aziendale, che ai fini che qui interessano possono essere lasciati sullo sfondo, anche dal punto di vista strettamente giuridico pare chiaro che una politica del diritto dell'economia che intenda essere lungimirante accompagnando i processi evolutivi in atto non possa pensare di assumere iniziative senza un'accorta visione di insieme. Il rischio è altrimenti quello di dar vita ad un ordinamento finanziario di dimensioni ragguardevoli come il mercato che intende regolare, ma che si muove in modo scoordinato e sgraziato perché

[13] Analoghe considerazioni, tra altri, in A. ANTONUCCI, *Proposte conclusive*, in *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, a cura di A. Brozzetti, Bologna, 2022, p. 110 s.; A. URBANI, *L'attività delle banche*, in *Il diritto bancario oggi: aspetti sostanziali e processuali*, a cura di F. Aratari e G. Romano, Milano, 2023, p. 28 s.

sommatoria di singoli provvedimenti i quali, per quanto inseriti in "pacchetti", non tengono in considerazione – o almeno in adeguata considerazione – le interazioni tra profili intrinsecamente contigui perché di per sé riguardanti di volta in volta un ambito della finanza e non anche un altro.

Di nuovo, cioè, il legislatore dell'Unione Europea è chiamato non solo a disciplinare in modo uguale situazioni tra loro equiparabili e in modo diverso situazioni che viceversa manifestano differenze significative[14], ma anche a tener conto del tramonto probabilmente definitivo della storica distinzione – almeno nei termini netti in cui l'abbiamo conosciuta sino a tempi non troppo lontani – tra "banca", "finanza" e "assicurazione", divenuta in più casi sfumata sino al punto da apparire talvolta persino evanescente anche per la scesa in campo del quarto nuovo tassello rappresentato dal magmatico mondo del FinTech[15]. Ciò, tra l'altro, anche ai fini di tutela di condizioni di parità concorrenziale tra i diversi attori del mercato[16].

4. Scendendo dal piano delle enunciazioni di principio a quello delle scelte concrete, possiamo limitarci di seguito a due sole esemplificazioni delle disarmonie che potrebbero generarsi per effetto di un approccio regolatorio non adeguatamente coordinato con riguardo alle diverse articolazioni del mondo della finanza: una relativa all'ambito della trasparenza nell'offerta di prodotti e nella prestazione di servizi finanziari (ancora una volta, *lato sensu* intesi) e dunque incentrata su uno specifico (e ormai da tempo centrale) profilo di *attività* degli intermediari; una seconda, di impronta invece più marcatamente pubblicistica o, se si preferisce "*ordinamentale*", riguardante l'assetto generale dei pubblici poteri di supervisione nel contesto evolutivo che ci occupa teso alla piena realizzazione di un mercato unico dei capitali (quindi

[14] Per un richiamo in tal senso v. già F. CAPRIGLIONE, *Le «nuove frontiere» della vigilanza bancaria*, in *Mondo banc.*, 2000, n. 2, p. 16 e, da ultimo, anche in *Il controllo bancario*, iter *evolutivo*, nel *Manuale di diritto bancario e finanziario*[3], a cura del medesimo, Milano, 2024, p. 149 ss.
[15] Una riflessione in tal senso anche nel recentissimo, C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*[4], Bologna, 2025, p. 45 ss.
[16] Cfr. A. MINTO, S. PRINZ, M. WULFF, *A Risk Characterization of Regulatory Arbitrage in Financial Markets*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, vol. 3, p. 1 ss.

anche di tutti i servizi che attengono alla finanza) a livello eurounionale.

Quanto al primo aspetto, una considerazione può trarre origine dalla proposta di direttiva *omnibus* del "pacchetto CMU" del 2023 che si propone di modificare, come si è riferito in apertura, ben cinque direttive (MiFID II, IDD, UCITS, AIFMD e *Solvency* II) nel quadro della c.d. *Retail Investment Strategy*, con l'avvertenza che la divergenza di vedute tra Commissione, Parlamento e Consiglio rende incerti i contenuti definitivi del provvedimento in gestazione, oltre che i tempi per la sua approvazione.

L'iniziativa legislativa parte dalla costatazione che la partecipazione ai mercati dei capitali nell'UE da parte degli investitori al dettaglio è condizionata negativamente dalla difficoltà di accedere ad informazioni affidabili, comparabili e facilmente comprensibili che possano favorire scelte consapevoli, ancor più in ragione dei rischi crescenti di effetti decettivi derivanti dalla fruizione di informazioni tratte dal *marketing* sui *social media* e dai *finfluencer*, cioè dagli *influencer* che promuovono prodotti finanziari; inoltre le analisi di mercato hanno attestato che non sempre la consulenza finanziaria persegue il miglior interesse (*best interest*) per l'investitore e che si riscontrano frequenti criticità circa il rapporto qualità-prezzo con riguardo ai prodotti offerti (c.d. *value for money*). Di qui la scelta di intervenire su più fronti principalmente in un'ottica di maggiore *trasparenza* delle informazioni, in particolare adeguando le regole di divulgazione, contrastando il *marketing* ingannevole, assicurando un effettivo valore aggiunto per gli investitori *retail*, sterilizzando quanto più possibile i conflitti di interesse dovuti al ricorso a meccanismi di incentivazione, rafforzando la cooperazione tra le autorità di vigilanza nell'intento di assicurare il rispetto della normativa su tutto il territorio dell'Unione.

Si riferisce tutto ciò solo per evidenziare come la proposta di direttiva mutui uno dei punti più rilevanti di questo progetto di riforma, ossia la regolamentazione basata sul principio *value for money*, dalla materia assicurativa[17], dove viene impiegato

[17] Per un cenno alla centralità del c.d. *value for money* in ambito assicurativo v. V. CARRIERO, *Le valutazioni dell'EIOPA sulle polizze assicurative del credito (CPI)*, in *Banca borsa tit. cred*., 2023, I, p. 919, nt. 33.

dall'EIOPA come criterio orientativo per valutare l'assolvimento degli obblighi di *product governance* che la IDD impone alle imprese di assicurazione[18]; sempre assurgendo a modello, almeno in parte, la disciplina assicurativa, è altresì prevista l'implementazione di processi di *product testing* per valutare la congruità dei costi, anche mediante una comparazione con i prezzi di altri prodotti similari presenti sul mercato[19]. Nel caso di specie, questa ispirazione tratta dal comparto assicurativo può essere valutata con favore, essendo sensato che la regolamentazione della commercializzazione di prodotti che presentano diverse contiguità e che quindi pongono anche analoghe esigenze di protezione (nel caso specifico, il *value for money* dei prodotti offerti) si avvalga delle esperienze già maturate nel settore affine[20].

Alla luce delle considerazioni generali dalle quali siamo partiti, viene tuttavia spontaneo chiedersi se l'opportuno allineamento tra materia finanziaria e materia assicurativa che così si determina con riguardo a questo punto particolare non renderebbe parimenti consigliabile un'estensione, per così dire una "contaminazione", *mutatis mutandis*, anche ai prodotti bancari, in ordine ai quali pure si assiste talvolta a prezzi non adeguatamente correlati ai vantaggi economici ottenuti o ottenibili dal cliente mediante la fruizione di quel dato servizio. Beninteso: anche guardando al nostro ordinamento interno è da ritenere che la separazione, in materia di regole di trasparenza, che l'art. 23, comma 3, t.u.f. pone tra l'ambito della finanza in senso stretto e quello dei prodotti bancari sia un baluardo di chiarezza normativa e operativa da preservare, tanto più che la disciplina secondaria lo correda con i necessari criteri

[18] Cfr. F. PETROSINO, *Riflessioni sulla* Product Oversight and Governance *alla luce delle Aspettative IVASS*, in *Assicurazioni*, 2024, p. 332 ss.; l'argomento viene più ampiamente trattato in ID., *Le regole di* product governance *nei mercati finanziari*, Torino, 2024, p. 114 ss.; per una specifica applicazione alle polizze *unit-linked* v. invece F. LA FATA, *Il* value for money *nei prodotti assicurativi: tra rischio demografico effettivo e disciplina dei costi e delle commissioni di gestione dei fondi*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2023, p. 301 ss.

[19] Cfr. F. DI CARLO, D. GOBBO, Retail investment package*: il confronto su* product governance, value for money *e* inducements, in *dirittobancario.it*, 10 luglio 2024, par. 2.

[20] Sul tema delle affinità e delle differenze tra la disciplina della trasparenza nella distribuzione assicurativa nella prestazione dei servizi di investimento, anche con specifico riguardo al c.d. *value for money*, cfr. M. DE POLI, *Trasparenza e informativa nelle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2024, p. 13 ss.

orientativi quando ci si trovi di fronte a prodotti o servizi c.d. "composti"[21]; nondimeno, anche molti contratti bancari non sono più, sul piano concreto dei formulari proposti al pubblico, quelli cristallizzati dagli artt. 1834 ss. c.c. nel 1942 e pertanto non apparirebbe fuori luogo l'avvio di una riflessione tesa a valutare se, dopo i prodotti finanziari, anche per quelli bancari non possa essere opportuno mutuare qualche regola di trasparenza dal diritto delle assicurazioni in modo da evitare – qui in un ambito molto specifico – quelle progressioni scoordinate di normative contigue prima stigmatizzate.

5. Cambiando completamente angolo di osservazione e passando cioè a considerare, come anticipato, l'assetto della supervisione sui mercati finanziari nei termini in cui sembra configurarsi leggendo i diversi provvedimenti, già approvati o ancora allo studio, sin qui inseriti nei pacchetti che dovrebbero portare alla CMU, risulta di tutta evidenza che l'architettura generale della vigilanza in materia si prospetta molto diversa da quella che conosciamo in ambito bancario a seguito della *Banking Union*. Non pare infatti che all'orizzonte si prefiguri l'investitura di un'autorità centrale come la BCE supportata da autorità di vigilanza nazionali[22], né, se si preferisce, l'adozione di un impianto sulla falsariga di quello in via di attivazione in ambito antiriciclaggio con l'istituzione dell'AMLA. Ciò in quanto da un lato sia l'ESMA che l'EIOPA trovano un loro corrispondente in ambito bancario nell'ABE piuttosto che nella BCE (non fosse altro che per la genesi che le accomuna nell'ambito della costituzione del SEVIF)[23], dall'altro tanto meno si profila la nascita di una nuova ulteriore autorità. La via intrapresa, piuttosto, è assai più modestamente quella ben conosciuta e rodata della collaborazione tra le autorità già operanti, collaborazione che molti delle

[21] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, Disposizioni del 29 luglio 2009, da ultimo modificate (ma non per quanto qui interessa) con provv. dell'11 febbraio 2025, *passim*.

[22] Per una critica argomentata a questa scelta organizzativa di fondo e per una valutazione articolata delle sue implicazioni cfr. M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, in *Banca borsa tit. cred*., 2024, I, p. 20 ss., partic. p. 57 ss.

[23] Si perdoni il continuo incrocio di acronimi!

iniziative legislative in questione si sforzano di ampliare e rafforzare, al più, *ratione materiae*, prefigurando implicitamente in quest'ambito un naturale ruolo preminente per l'ESMA[24].

Di qui, ancora una volta, la medesima domanda: si tratta di una scelta dettata dalle peculiarità ontologiche dei mercati finanziari rispetto al mondo delle banche oppure tende a prevalere la – tutto sommato comoda – vischiosità dello *status quo*?

La domanda è troppo complessa per essere sviscerata adeguatamente in questa sede e per la sua importanza non merita certo di essere sbrigativamente liquidata in poche battute. Pare però di poter dire che nel momento in cui l'armonizzazione del diritto dei mercati finanziari da "minima" è ormai divenuta "massima", in cui gli stessi mercati regolamentati già si stanno caratterizzando per intrecci partecipativi delle società di gestione, in cui, soprattutto, ci si orienta con decisione verso l'unione del mercato dei capitali, sia contradditorio rigettare la prospettiva anche di un assetto di vigilanza non più affidato soltanto – o quasi soltanto – allo strumento della collaborazione tra autorità nazionali o al più al ruolo di coordinamento regolamentare di ESMA ed EIOPA.

Non solo: tornando al tema dello sviluppo spesso distonico della regolamentazione rispettivamente bancaria, finanziaria e assicurativa, nel caso del comparto della finanza in senso stretto si ravvisano ancora meno ragioni per preservare il modello tradizionale imperniato sull'*home county control* di quanto può dirsi con riguardo alle banche, essendo di gran lunga attenuate quelle esigenze di contiguità territoriale tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato al contrario – a mio avviso – ancora attuali in ambito bancario per quanto invece postergate con l'avvento della *Banking Union*.

[24] È interessante osservare, a questo riguardo, che sin dagli albori del progetto di *Capital Markets Union*, in risposta al Libro Verde della Commissione Europea ricordato in apertura, la *European Securities and Markets Authority* si dichiarò disponibile a giocare «*a role in the improvement of the surveillance of financial markets and activities in the EU*»: cfr. *ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Makets Union*, 13 maggio 2015, 2015/ESMA/856, n. 26. Sull'espansione dei poteri dell'ESMA nell'ambito della *Capital Markets Union* cfr. A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit*., 2018, p. 391 ss.

Ancora una volta, pertanto, si profila l'eventualità che l'Unione dei mercati di capitali non venga colta anche come un'opportunità per rendere più armonioso l'incedere dell'ordinamento finanziario nel suo insieme, viceversa perpetuando opzioni che generano o che confermano dismetrie dei diversi "arti" della finanza, con tutto ciò che ne può conseguire sul piano delle dinamiche competitive interne al mercato. Ovviamente, non si tratta di un rischio che interessa soltanto le banche.

Se è consentito concludere con una battuta che sintetizza, pur nel quadro di un apprezzamento pieno e incondizionato al progetto di unificazione dei mercati finanziari nell'Unione Europea, il senso dei timori sin qui esposti: lasciamo Quasimodo – il mostro di Notre-Dame che sì ispira simpatia, ma anche un po' goffo e dal passo incerto – ai romanzi di Victor Hugo e ai cartoni animati della Walt Disney ed evitiamo di renderlo un'icona dell'ordinamento finanziario.

Alberto Urbani

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università "Ca' Foscari" Venezia

INNOVAZIONE TECNOLOGICA E OPERATIVITÀ FINANZIARIA*

(Technological innovation and financial operations)

ABSTRACT: *Il saggio affronta l'impatto dell'innovazione tecnologica sul sistema finanziario, con particolare attenzione alle nuove forme di operazioni finanziarie al di fuori del tradizionale settore bancario. Si esaminano, altresì, le sfide e le opportunità regolatorie legate alle tecnologie emergenti, sottolineando la necessità di un aggiornamento delle forme di vigilanza prudenziale sperimentate sinora. Si affrontano, poi, le innovazioni in materia di governance aziendale, attività e strumenti, considerando le prospettive di mercato e l'obiettivo di una sostenibilità che possa qualificare il futuro dell'innovazione finanziaria.*

This paper examines the impact of technological innovation on the financial system, focusing on new forms of financial operations outside traditional banking. It explores the regulatory challenges and opportunities posed by emerging technologies like blockchain and cryptocurrencies, emphasizing the need for updated prudential supervision. The study also discusses the role of corporate governance, market perspectives, and sustainability in shaping the future of financial innovation.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Innovazione e cybersicurezza. - 3. Corporate governance tra innovazione operativa e responsabilità. - 4. Nuove attività tra progresso e ricentralizzazione. - 5. Verso la circolazione di nuovi strumenti: le opportunità del DLT pilot regime e del MiCAR. - 6. Prospettive di mercato e di sostenibilità.

1. Prodotti, processi e competenze sono gli elementi costitutivi di una trasformazione tecnologica che, in modalità variegate, promuove forme di operatività

* Contributo approvato dai revisori.

finanziaria, alternative all'attività bancaria.[1] Si versa, infatti, in presenza di un dato fattuale (i.e. l'innovazione[2]) che, per un verso, determina un cambiamento della struttura generale del sistema finanziario (o, meglio, delle modalità in cui le parti del sistema interagiscono tra loro) e, per altro, produce la modifica di singoli elementi (i quali, per l'effetto, si sostituiscono a quelli preesistenti e, quindi, sollevano questioni variegate in ordine all'efficacia dell'ordinamento del credito e delle sue istituzioni di riferimento[3]).[4]

Non a caso, nell'ultimo decennio, le analisi in materia di innovazione finanziaria si sono orientate sia verso le dinamiche della *non-bank financial intermediation* (su

[1] Il presente saggio riproduce l'intervento al convegno nazionale dal titolo "L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici, tenutosi dal 24 al 25 ottobre 2024 nel complesso monumentale di Santa Chiara a Napoli, promosso dal Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici dall'Università degli studi di Napoli "Parthenope", referente prof. Rossano, cui vanno i miei ringraziamenti per il cortese invito, unitamente a quelli formulati a voce in favore del prof. Capriglione per i continui spunti di riflessione, che hanno orientato anche la preparazione di questo scritto.

[2] Sono lontani i tempi in cui si iniziava a dibattere dell'importanza dell'innovazione finanziaria nel mercato dei capitali, non a caso questo lavoro muove dall'impostazione proposta molti anni fa da CAPRIGLIONE, *Innovazione finanziaria e attività di merchant banking*, Temi di discussione del servizio studi, Banca d'Italia, Roma, 1987, con riferimento ad una "tendenza all'ammodernamento delle strutture di mercato e, dunque, ad una diversa caratterizzazione di questo ad opera di una più ricca offerta di strumenti d'investimento del risparmio alternativi al deposito bancario". Al riguardo, infatti, l'A. assumeva "un'angolazione istituzionale" in base alla quale poteva cogliere l'effetto della creazione di nuovi prodotti e dell'ingresso di nuovi intermediari finanziari, sollevando "la problematica della loro qualificazione giuridica" e, quindi, affrontando "l'esame dell'incidenza di tale realtà sui caratteri del vigente sistema normativo", ponendo in discussione i cardini dell'ordinamento creditizio e la stessa validità della legge bancaria (al tempo vigente) in una logica che riporta il necessario "adeguamento delle forme di controllo pubblico" e "differenti modalità di regolamentazione del fenomeno finanziario nel suo complesso". Inoltre, l'A. al tempo richiamava a conforto della sua impostazione CIAMPI, *Indagine conoscitiva sulla evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario*, Audizione alla Camera dei Deputati (VI Commissione, Finanze e Tesoro) del 28 novembre 1986, in "Documenti" della Banca d'Italia n. 182.

[3] Trattasi di questioni variegate, ma riconducibili ad unitarietà nel riferimento alle indicazioni desumibili dal ragionamento sottostante l'assegnazione del The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2024, in quanto – ad avviso della relativa commissione - u premiati per le scienze economiche, Daron Acemoglu, Simon Johnson e James Robinson, hanno dimostrato che le istituzioni sociali sono fondamentali per la prosperità di un paese e, al contempo, per ridurre le disuguaglianze di reddito tra i paesi.

[4] Utile richiamare le considerazioni sollevate nel corso del secondo convegno associativo dell'ADDE dal titolo "Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy", in quanto i lavori hanno prodotto una riflessione incentrata sulle reciproche influenze, riscontrabili nell'industria bancaria e finanziaria tra l'affermazione di innovativi modelli di sharing economy e l'attuale consistenza dei presidi di vigilanza; l'una e l'altra sospinte dalle contingenze di un ciclo economico che al tempo non mostrava univoci segnali di crescita; cfr. LEMMA, *Soggettività bancaria e finanziaria nei modelli di sharing economy*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 136 ss.

impulso del *Financial Stability Board*),[5] sia in una opposta direzione idonea a porre l'attenzione su attività particolarmente innovative (destinatarie, in tempi ancor più recenti, di nuove riserve).[6] Da qui, un ambito di interesse per i policy maker tenuti ad indicare al regolatore i beni giuridici da proteggere dai rischi rivenienti dall'innovazione delle forme operative praticate nei mercati finanziari;[7] ambito da considerare avendo riguardo, da un canto, all'universalità delle relazioni giuridiche che consentono di intermediare risparmio e credito senza l'intervento di un ente creditizio (nel cd. *shadow banking system*)[8] ovvero, dall'altro, alle singolarità di possibili configurazioni dell'attività di intermediazione su base paritaria (nel caso in cui i relativi costi transattivi raggiungano valori minimali e, al contempo, i volumi si assestino su livelli significativi, come avviene nel cd. peer-to-peer lending[9]).[10]

Si ritiene, infatti, che molte applicazioni delle nuove tecnologie (compresa la tecnologia blockchain) non siano state - ancora - adeguatamente sfruttate

[5] Va da sé che il presente lavoro si collochi nel solco tracciato da LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, London, 2016

[6] Sia consentito rinviare alle riflessioni condivise durante il 10° convegno associativo nazionale dell'ADDE, dal titolo "Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Norme imperative e tutele contrattuali", in corso di stampa a cura della nominata associazione al momento della consegna delle bozze del presente lavoro.

[7] Cfr. AMOROSINO, *Principi e clausole generali nelle regolazioni delle transizioni economiche*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024, p. 1 ss.

[8] Utile richiamare le considerazioni di PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in *Scritti in Onore di Guido Alpa*, Padova, 2019, 351 ss.

[9] Cfr. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul "crowdfunding"*¸in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3s/2023, p. 12 ss. e gli altri compendiati contributi pubblicati in tale supplemento, i quali hanno principalmente trovato origine nei lavori di un webinar, svoltosi nell'aprile 2023e dedicato alla nuova disciplina del Crowdfunding, curato dal prof. TROIANO, il quale evidenzia – nella sua *Introduzione*- che il fenomeno considerato presenta una indubbia rilevanza sul piano sociale, potendo certamente essere annoverato nell'ambito delle iniziative che mirano ad incentivare e sostenere l'inclusione finanziaria sia sul versante degli investitori che su quello dei prenditori.

[10] Cfr. MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2023, 1, p. 277 ss. ove l'A. affronta i numerosi problemi e le implicazioni connessi con lo sviluppo della tecnologia nell'ambito dell'attività finanziaria, dal punto di vista sia dell'oggetto, arricchito di servizi nuovi, offerti prevalentemente dalle Fintech e di non sempre facile qualificazione, rispetto ai servizi tradizionali e alla loro regolamentazione, sia dei soggetti protagonisti, molto spesso sottratti ad una disciplina specifica, pur operando nello stesso settore dei soggetti vigilati. Affronta altresì taluni problemi specifici di tutela dei consumatori finanziari, sotto il profilo della protezione delle somme affidate ai, o utilizzate tramite i, nuovi intermediari, soffermandosi infine sugli effetti delle nuove tecnologie sulla moneta, di cui si dirà poi nel testo.

dall'industria bancaria e finanziaria,[11] donde l'aspettativa che - in un prossimo futuro - si diffondano nuove tipologie di operazioni che, in un sistema proteso all'efficiente circolazione della ricchezza, potrebbero facilitare la crescita economica e il benessere dei cittadini dell'Unione.[12]

Ciò posto, con particolare riguardo ai prodotti, occorre considerare l'evoluzione digitale degli strumenti finanziari e degli altri valori o diritti che possono esser rappresentati, trasferiti e memorizzati elettronicamente (utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga, cd. cripto-attività o cripto-valute).[13] Ed invero, la diffusione di tali prodotti fa sì che gli operatori siano esposti a rischi variegati, in particolare quando la relativa circolazione non avviene all'interno dei paradigmi della vigilanza prudenziale (o, quantomeno, all'interno dell'ambito di applicazione di congrue riserve di attività).[14]

A ben considerare, l'insorgere di rischi siffatti potrebbe minare l'esito di singole operazioni ovvero, in presenza di condotte generalizzate od occasioni di contagio,

[11] Si condivide, in proposito, l'impostazione di MATTASSOGLIO, *Quale futuro per "bitcoin" e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso "Tulip Trading"*, in Rivista di diritto bancario 2/2023, 1, p. 283 ss.

[12] Cfr. AMENDOLA - ANNUNZIATA – CHISARI, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *The Italian Law Journal*, 2023, p. 141 ss. per una panoramica del pacchetto europeo di finanza digitale.
Si veda, altresì, BOLDINI, *La rivoluzione tecnologica nel settore dei servizi finanziari e il suo impatto sulle fonti del diritto*, in *federalismi.it*, 2022, p. 18 ss. per un compendio degli interrogativi in merito al ruolo delle tradizionali fonti del diritto e la necessità di un ordinamento flessibile.

[13] Le considerazioni formulate nel testo rivestono una centralità che trova conferma nella numerosità delle analisi pubblicate sulle nuove forme in cui possono esser emessi gli strumenti che svolgono un ruolo nel mercato dei capitali. Tuttavia, non è questa la sede per proseguire nella disamina dell'incidenza della tecnologia sugli strumenti finanziari o sugli altri beni che, in modalità variegate, contribuiscono alla circolazione di rischi e ricchezza. Ai fini della presente indagine, infatti, appare necessario assumere che, oltre ai sistemi sperimentati sinora, in un prossimo futuro l'innovazione finanziaria offrirà amplierà la gamma di soluzioni operative assumibili dagli operatori del settore; cfr. CAPUTI, *Regolazione e supervisione finanziaria nell'era digitale: la disciplina degli strumenti finanziari in forma digitale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2023, p. 105 ss.

[14] Cfr. ZATTI, *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un "primer"*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1s/2024, p. 46 ss. ove l'A. offre una panoramica iniziale delle dinamiche innovative della *decentralized finance*, evidenziando i suoi potenziali benefici e, cosa ancora più importante, i rischi specifici che i regolatori europei devono affrontare.

pregiudicare l'integrità del mercato finanziario.[15] Sicché, si ravvisano i presupposti per una forma di intervento pubblico atta ad innovare il paradigma della vigilanza prudenziale, da estendere sino a ricomprendere le qualità intrinseche dei prodotti che saranno immessi in circolazione per effetto dell'innovazione tecnologica, in quanto dalla loro affidabilità finanziaria e resilienza digitale dipende la fiducia degli operatori nel relativo mercato, nonché la funzionalità degli scambi e la lealtà della concorrenza. Da qui, l'esigenza di un approfondimento atto a considerare unitariamente l'ondivaga regolazione che, *in subiecta materia*, è stata identificata con la dizione 'fintech regulation', al fine di verificare la possibilità di addivenire ad un ordinamento che si proponga di conseguire obiettivi specifici rispetto alla massimizzazione del benessere sociale.[16]

2. Nel cogliere i tratti essenziali del processo di crescita tecnologica dell'industria finanziaria, il regolatore ne ha valutato la riferibilità a componenti esogene che non sono subordinate all'ordinamento del mercato, ma seguono un proprio sviluppo e - al contempo - divengono un fattore trainante per l'innovatore. Ci si riferisce, in particolare, alla diffusione di strumenti in grado di dar corso a connessioni e procedimenti analitici mai sperimentanti in precedenza, quanto meno negli attuali termini di facilità d'uso.[17] Da qui, il rischio che gli operatori del settore facciano ampio affidamento sulle capacità di strumenti siffatti e, al contempo, dismettano la propria autonomia di giudizio, ritenendo preferibile avvantaggiarsi dei suggerimenti e delle opportunità offerte dall'innovazione in parola.

È nel riferimento a tale rischio che si comprende l'utilità di un approccio disciplinare volto a considerare criticamente l'applicazione dei risultati delle

[15] Cfr. Sciarrone Alibrandi, *"AI ACT" e Giustizia Digitale*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia 1s/2024, 2, p. 140 ss. a proposito delle opportunità e dei rischi correlati all'impiego di strumenti tecnologici (in particolare, algoritmici e di intelligenza artificiale); si veda, altresì. LENER – FURNARI, *La "decentralizzazione" dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1s/2024, p. 447 ss.
[16] Sia consentito far rinvio, sul punto, a LEMMA, *Fintech regulation*, Londra, 2020
[17] Cfr. MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2019, p. 1376 ss.

innovazioni operative, ora confinando queste ultime in ambienti ben delimitati (i.e. le cd. sandbox), ora applicando il principio del '*same activity, same risk, same rules*'. Va da sé che la scelta dell'approccio più idoneo al controllo giuridico delle economie di mercato richiede la soluzione di questioni specifiche, in quanto sono numerosi gli elementi ordinatori che il regolatore deve tenere in considerazione per evitare incertezze applicative (che daranno contenuto alle prassi di vigilanza) e perplessità valutative (rispetto alla liceità di talune pratiche innovative), avendo comunque riguardo a dinamiche geopolitiche globali (talora proiettate verso stati che presentano ordinamenti non adeguati ad assicurare i livelli di stabilità posti a fondamento della costruzione europea).[18]

Avendo riguardo alla praticabilità di opzioni innovative, risulta accentuata la necessaria rispondenza tra i comportamenti da tenere nell'utilizzazione delle nuove tecnologie ed il rispetto di regole che sono espressione di un razionale connubio tra la libertà di iniziativa economica e le tutele dei diritti individuali e degli interessi costituzionalmente rilevanti.[19] Trattasi di profili comportamentali che proiettano i paradigmi della cybersicurezza oltre la loro impostazione primaria, riferibile ad un sistema di sicurezza atto a proteggere una rete telematica da eventuali attacchi perpetrati per via informatica. Ed invero, nell'ordinamento del credito, la sicurezza delle attività riservate non resta circoscritta alla tutela dei sistemi di elaborazione dalla possibile violazione, sottrazione o modifica non autorizzata di dati riservati in essi contenuti. Nel *nostro* ambito, infatti, si afferma un orientamento regolamentare volto a mantenere la parità di condizioni nella prestazione telematica dei servizi offerti per

[18] Cfr. AA.VV., *Riflessioni sul futuro dell'Europa*, a cura di Masera, Roma, Canterano, 2020, p. 31

[19] Nel muovere dalle considerazioni di VISCO, *Innovazione e sostenibilità: sfide per l'industria finanziaria europea e italiana nella prospettiva post-Covid*, intervento del Governatore della Banca d'Italia al Convegno annuale AEDBF, Milano, 26 novembre 2021, p. 5, appare utile aver riguardo alle conclusioni di SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia. Supplemento n. 3*, 2021, p. 186 ss. ove, dall'esame della regolamentazione, si rileva come in parte divergenti siano l'approccio e la posizione del regolatore interno rispetto a quello europeo, anche con riguardo al settore finanziario di riferimento.
V. altresì AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni Costituzionali*, 1992, pp. 7 ss.

la circolazione della ricchezza e dei rischi, in quanto la BCE ha avallato il principio guida secondo cui le attività che presentino i medesimi rischi devono esser soggette alle stesse forme di regolamentazione, prima, e supervisione, poi.[20]

Si addiviene, per tal via, alla condivisione di un comune assunto secondo cui la cybersicurezza del mercato dei capitali si estende sino a considerare l'intento, dei policy maker, di dar corso ad un intervento pubblico che assicuri, nel mercato interno all'UE, un "*level playing field*", tale cioè da introdurre i controlli per cui l'innovazione dei modelli di business (e, in particolare, la loro digitalizzazione) non esponga - il cliente o il sistema – ad un generalizzato incremento dei livelli di rischio o incertezza.[21]

È evidente, quindi, che l'innovazione finanziaria proietta la cybersicurezza oltre il mero obiettivo di conseguire una più elevata capacità di protezione e risposta di fronte a emergenze cibernetiche, ma pone le premesse fattuali affinché essa sia parte

[20] Cfr. *ESCB/European banking supervision response to the European Commission's public consultation on a new digital finance strategy for Europe/FinTech action plan*, Agosto 2020, p. 3 Ed invero, l'approccio del comparto bancario si fonda sull'assunto secondo cui attività simili che generano rischi simili richiedono lo stesso trattamento normativo e lo stesso approccio di vigilanza, al fine di garantire la coerenza del sistema.
Ciò è anche riflesso nel quadro normativo e nell'approccio di vigilanza ulteriormente specificato nel Manuale di vigilanza dell'SSM. Del resto, la BCE non prescrive come le banche debbano condurre la propria attività, anche se le autorità di vigilanza esaminano i rischi connessi alle attività della banca e la loro gestione. Rileva, al riguardo, anche l'intervento di ENRIA, *A binary future? How digitalisation might change banking*, Amsterdam, 11 Marzo 2019.

[21] Va da sé che i settori critici del mercato interno - quali i trasporti, l'energia, la sanità e la finanza - dipendono sempre di più dalle tecnologie digitali per la gestione delle loro attività principali, così come è ovvio che la digitalizzazione porti con sé minacce informatiche. Da qui, un interesse specifico per l'applicazione - prossima al momento della redazione del presente contributo - del Regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA), il quale impone agli operatori di adeguare la governance e il sistema di risk management al contesto di sicurezza che qualifica il mercato interno; cfr. SPITALIERI, *L'outsourcing nei servizi bancari e finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia. Supplemento n. 2*, 2023, p. 119 – 120, secondo cui il congiunto riferimento ai Considerando (29), (30), (31), (75), del Regolamento (UE) 2022/2554, consente di individuare l'intento di stabilire obblighi uniformi in relazione alla sicurezza dei sistemi informatici e di rete che sostengono i processi commerciali delle entità finanziarie; sicché, l'A. ritiene possibile prevedere l'introduzione di misure relative alla solida gestione dei rischi informatici, anche se derivanti da terzi.
Si veda, altresì, MICHIELI, *"Cybersecurity" e gestione del rischio ICT: l'impatto sulla "corporate governance"*, in *Banca Impresa Società*, 2/2024, p. 243 ss., in quanto l'A. ha avvertito la necessità dell'ordinamento, di disciplinare i processi decisionali e di controllo interno riferibili ai rischi connessi alla informatizzazione e all'interconnessione telematico, evidenziando i profili di intervento che hanno dato contenuto al 40° aggiornamento della Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia, sollevando – al riguardo – un interrogativo in ordine alla riconducibilità del rischio connesso all'uso della tecnologia digitale nei metodi di gestione aziendale (e, pertanto, debba essere soggetto anche alle norme generali sulla diligente amministrazione).

di un sistema volto ad assicurare la protezione dei diritti individuali (anche da attacchi al patrimonio di enti e clienti) e la funzionalità del mercato dei capitali (rispetto ad incidenti che possano intervenire su reti, sistemi informativi o processi informatici).[22]

3. Non v'è dubbio che le trasformazioni tecnologiche stiano interessando ogni iniziativa imprenditoriale che attiene alla circolazione della ricchezza, al trasferimento dei rischi o alla gestione del risparmio.[23] Appare altrettanto indubbio che ogni ente abilitato stia sperimentando l'incidenza delle predette trasformazioni rispetto al funzionamento degli organi sociali e degli uffici esecutivi. [24]

Invero, è proprio sotto questo profilo che si riscontra un minimo comun denominatore che consente di affrontare unitariamente i comparti in cui si articola l'industria dell'intermediazione. Ciò in quanto gli operatori del settore stano sperimentando una riorganizzazione delle funzioni aziendali che prevede, sia l'ausilio di *software*[25], sia l'acquisizione di questi *software* sul mercato, attraverso l'intervento

[22] Da qui, un superamento dei contenuti introdotti dalle disposizioni in materia di rafforzamento della cybersicurezza nazionale e di reati informatici, recate dalla legge 28 giugno 2024, n. 90

[23] Si veda, al riguardo, l'impostazione proposta da CHEMMANUR - SHEN – XIE, *Innovation beyond Firm Boundaries: Strategic Alliances and Corporate Innovation*, in *Journal of Corporate Finance*, 2023 ove gli A. analizzano empiricamente come le alleanze strategiche influenzano l'output innovativo delle imprese, con l'indicazione di un un effetto positivo delle alleanze strategiche legate alla R&S sull'innovazione aziendale, misurato dalla quantità e dalla qualità dei brevetti depositati.
Utile segnalare che il testo muove dalle fondamenta che furono gettate da Ben Bernanke, Douglas Diamond e Philip Dybvig nei primi anni '80, in quanto le loro analisi hanno avuto una grande importanza pratica nella regolamentazione dei mercati finanziari e nella gestione delle crisi finanziarie; cfr. Press release, *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2022*. Da qui, l'assunto secondo cui le banche risolvano il conflitto tra la necessità di accesso immediato ai risparmi da parte dei depositanti e la necessità di prestiti a lungo termine da parte di mutuatari. Inoltre, esse svolgono un ruolo importante nel valutare la solvibilità dei mutuatari. Tuttavia, si versa in presenza di enti vulnerabili a corse agli sportelli e altri rischi, che possono esser prevenuti con l'assicurazione sui depositi, il supporto governativo e buoni livelli di corporate governance.
Questo ultimo profilo, appare oggi destinatario di opzioni innovative che sollevano un nuovo ordine di questioni; cfr. Lemma, Sviluppi della "corporate governance" bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia,1s/2024, 3, p. 573 ss.

[24] Cfr. Cfr. ex multis BASKERVILLE, CAPRIGLIONE, CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss

[25] Esemplificativo, al riguardo, è il caso proposto da AMMANNATI – GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *Rivista di diritto bancario*, 3/2023, 1, p. 461 ss.; si veda, altresì, GAGGERO – VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in *Rivista di diritto bancario*, 3/2024, 1, p. 825 ss. ove si confermano le precedenti conclusioni in ordine alla presenza di dubbi sulla possibilità di ricorrere legittimamente a tali sistemi, in

di fornitori terzi.[26]

Trattasi di un minimo comun denominatore che fa riferimento all'affermazione di una "età degli algoritmi" in cui i predetti *software* supportano o sostituiscono le attività svolte sinora dalle risorse aziendali, pertanto appare necessario un intervento pubblico atto a governare il processo di innovazione in corso, rispondendo a interrogativi rivenienti dall'osservazione - col metodo del diritto dell'economia[27] - della connessione tra innovazione, efficienza e responsabilità.[28] Ed invero, alla capacità (dell'innovazione) di agevolare il conseguimento di punti di equilibrio che massimizzino l'utilità sociale (con efficienza) corrisponde l'esigenza di individuare il soggetto che potrebbe esser chiamato a rispondere delle violazioni di obblighi giuridici in cui possa incorrere l'utilizzatore di un device, di una rete, di un software (e, quindi, le relative regole di responsabilità). Ciò, ovviamente in un contesto fattuale in cui questi ultimi sono solitamente alla mercé dei relativi produttori o programmatori (i quali restano terzi rispetto all'organizzazione aziendale del soggetto vigilato che li utilizza).[29]

---

quanto appaiono necessarie misure idonee a tutelare i diritti, le libertà e i legittimi interessi degli interessati.

[26] Estensibili al caso di specie appaiono le considerazioni di SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di interessi*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 319 ss.

[27] Utile segnalare i lavori di un convegno di studi "Sul Metodo Del Diritto Dell'economia", organizzato da SICLARI e GAGGERO, tenutosi il 15 gennaio 2025 presso la Facoltà di Economia della Sapienza Università di Roma. Le relazioni principali, affrontando il tema del metodo nel diritto dell'economia, sono state tenute dal Prof. Marco SEPE, che ha discusso il carattere identitario del diritto dell'economia, e dal Prof. Vincenzo TROIANO, che ha trattato il metodo e ambito del diritto dell'economia.
A ben considerare, tutti i relatori hanno messo in evidenza come il metodo nel diritto dell'economia sia un percorso fondamentale per indagare la regolazione dell'economia e il funzionamento dei mercati. Ne è seguita l'importanza dell'interdisciplinarietà, che rappresenta un punto cruciale nello studio delle innovazioni nel mercato dei capitali, favorendo un reciproco nutrimento fra saperi diversi, in un continuo dialogo tra i principi giuridici e l'effettività dei mercati, avendo riguardo ai principi della sussidiarietà, della proporzionalità e della responsabilità intergenerazionale, che rispondono alla crescente complessità economica e sociale del nostro tempo.

[28] Cfr. ex multis ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021; CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. Le sfide dell'intelligenza artificiale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 3, 2021; PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana, intervento all'inaugurazione del FinTech District, Comune di Milano – Ministero dell'Economia e delle Finanze*, Milano, 26 settembre 2017; PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open Review of management, banking and finance*, 2021.

[29] Si veda l'impostazione suggerita da ALPA, Note sulla "corporate governance" e sul sistema monistico, in Contratto e impresa, n. 1/2020, p. 1 ss.

Avendo contezza di una relazione siffatta, appaiono obsolete le regole del governo societario assunte nel contesto della vigilanza prudenziale, in quanto - al tempo della loro formulazione - non v'era traccia di un intervento sistematico da parte di terzi e, a ben considerare, la tipologia dei controlli pubblici riferibili alle banche erano stati adottati nell'assunto di una dialettica tra gli azionisti e gli esponenti aziendali.[30]

Accanto a tale dialettica v'è sempre stata, infatti, una dinamica interpersonale che travalicava le delibere e le rendicontazioni, conferendo ad un intermediario diversi gradi di adattamento all'ambiente in cui si trovava ad operare, in modo tale da corrispondere con professionalità e autonomia alle dinamiche del mercato finanziario.[31]

Orbene, una risposta alle questioni in esame potrebbe arrivare dalla ricerca di una formula che possa responsabilizzare i soggetti in grado di influire sulla conduzione dell'impresa,[32] per cui appare necessario prevedere che l'intermediario si doti di un'amministrazione solida e capace, tale cioè da individuare le opzioni organizzative che consentano di governare le risorse aziendali. Ne consegue che gli amministratori dovrebbero esser chiamati ad indicare l'assetto tecnologico dell'intermediario, nella consapevolezza che un ampio affidamento sui sistemi di intelligenza artificiale potrebbe compromettere la possibilità di conoscere le valutazioni che vengono formulate in ordine al merito delle scelte operative.[33]

---

[30] Cfr. MONTEDORO, Stato digitale e mercato, e CAPRIGLIONE, Regolazione e controllo finanziario nell'era digitale, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 4s/2023, p. 119 ss. e p. 1 ss., avendo riguardo alla riflessione formulata dal primo in ordine al fatto che, ciò fa sorgere problemi nuovi di tutela è riassunto nella recente rimessione alla Corte UE del Consiglio di Stato sulla nozione di homo oeconomicus (vedasi Giovanni Pascuzzi Homo oeconomicus o razionalità limitata? CdS VI n. 8650 del 2022)

[31] Utile richiamare l'impostazione assunta da ALPA, Presentazione, in AA.VV., Banche e etica, Padova, 2013, p. 9 ss. Ed invero, alla luce delle considerazioni espresse in ordine al ruolo di principi etici che trascendono le regole giuridiche dell'agire professionale, cui devono attenersi gli amministratori di una banca. Si versa, infatti, in presenza di una convinzione diffusa secondo cui il ruolo degli amministratori trascende la diligente applicazione delle regole di corporate governance e l'interpretazione delle prassi aziendali.

[32] Cfr. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024, p. 12 ss.; si veda, altresì, LENER - LUCANTONI, *Sostenibilità "ESG" e attività bancaria*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2023, 1, p. 6 ss.

[33] Utile notare che LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021s., p. 102, rileva criticamente che "Ci sono studiosi che

Analogamente è a dirsi per l'esigenza di conservare un'adeguata facoltà di intervento in capo alle funzioni aziendali tradizionalmente competenti ad istruire le pratiche necessarie per l'esercizio delle attività riservate ai soggetti abilitati. Appare, infatti, concreto il rischio che gli uffici si adagino sulle soluzioni proposte dai predetti sistemi di intelligenza artificiale, invece di agire con uno spirito critico che faccia leva sull'equilibrata composizione richiesta, in termini di capacità e competenza, dalla disciplina speciale per soddisfare le esigenze poste dall'esercizio di compiti di amministrazione e di controllo ad elevato contenuto tecnico. [34]

In presenza di tale rischio, ovviamente, appare concreto anche il timore che il vertice di un intermediario perda una piena consapevolezza del proprio *agere* nell'esercizio dell'attività riservata,[35] con evidenti conseguenze deteriori in termini di sana e prudente gestione dell'intermediario stesso, il quale sarebbe indirizzato verso un sentiero tracciato dalle ipotesi formulate dai programmatori che si sono cooperati per consentire il funzionamento dei sistemi di intelligenza artificiale; programmatori che - come si è detto - sono estranei alla struttura organizzativa dell'intermediario.[36] Si desta, in proposito, la preoccupazione che una governance spersonalizzata si riduca all'attivazione di un sistema di intelligenza artificiale che è stato prodotto e commercializzato da programmatori che operano in un ambiente sottratto alle forme di intervento pubbliche sperimentate nel mercato dei capitali.

In definitiva, si riscontrano questioni di nuovo tipo in conseguenza di un

arrivano a "esaltare" la democraticità dell'algoritmo, attraverso la ricostruzione di una sorta di percorso evolutivo della tecnologia nell'industria finanziaria", all'uopo richiamando ARNER – BARBERIS - BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, University of Hong Kong, Faculty of Law, Research Paper no. 2015/047.
Sul punto, utile richiamare anche SARTORI, La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, p.261 s.; ZETZSCHE – BUCKLEY – ARNER - BARBERIS, *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, in *European Banking Institute Working Paper Series No. 11*, 2017.

[34] cfr. CONSOB, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, Quaderni FinTech, n. 3/2019.

[35] Cfr. PASQUALE, *New Laws of Robotics. Defending human expertise in the age of AI*, Harvard, 2020, per un approccio critico alla cd. "*Alien Intelligence of Automated Media*"

[36] Cfr. MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e "integrità" organizzativa nelle imprese di Investimento*, in Banca borsa e titoli di credito, 2010, p. 439 ss.

variegato impiego di innovazioni tecnologiche a supporto della corporate governance, anche quando non automatizzano le funzioni degli organi sociali, ma semplificano l'esercizio delle relative attribuzioni.[37] Trattasi di questioni riferibili alla necessità di raccordare costantemente l'impiego di meccanismi artificiali e professionalità naturali all'interno dei processi esecutivi. Ciò, in un contesto organizzativo in cui tali processi sono frammentati in fasi attribuite alla competenza di una pluralità di uffici, impegnati in una sequela di valutazioni (che spaziano dall'acquisizione di informazioni dal cliente,[38] in fase precontrattuale, al monitoraggio e all'analisi andamentale, dopo la conclusione del contratto di finanziamento[39]). ARTORI, Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo, in Rivista di diritto bancario, 2022, p. 309 ss. ove si affronta la tematica della funzionalizzazione del contratto ad obiettivi di interesse generale, laddove quest'ultimo viene inteso come uno strumento di intervento sul mercato atto a veicolare preferenze sistemiche.

4. Proseguendo nel solco delineato in premessa, vengono in considerazione le riflessioni formulate di recente su nuove attività che, in esito all'innovazione tecnologica, trovano esecuzione nel mercato dei capitali per agevolare la circolazione della ricchezza, la trasformazione delle scadenze, la rimodulazione dei rischi.[40] Nel

[37] Cfr. AMSTRONG – GORST - RAE, 'Anticipatory regulation' in an age of disruption, Nesta, 2019. In quanto l'obiettivo di ridisegnare regole e strategie regolatorie di fronte all'innovazione sta portando alla emersione di un modello di regolazione innovativo che cerca di pervenire, attraverso un processo iterativo, ad una migliore comprensione dell'impatto della tecnologia sulle imprese, sull'economia e, in definitiva sulla società.

[38] Cfr. DELL'ATTI, *Asimmetria informativa nel mercato dell'intermediazione mobiliare e big data: quale contributo per la nudge regulation* in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 71 ss.

[39] Cfr. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, p. 309 ss. ove si affronta la tematica della funzionalizzazione del contratto ad obiettivi di interesse generale, laddove quest'ultimo viene inteso come uno strumento di intervento sul mercato atto a veicolare preferenze sistemiche.

[40] Sia consentito, ancora una volta, far rinvio alle considerazioni presentate al 10° convegno associativo nazionale dell'ADDE, dal titolo "Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Norme imperative e tutele contrattuali", in corso di stampa a cura della nominata associazione al momento della consegna delle bozze del presente lavoro.
Si veda, altresì, VINCI – SOFIA, *Regulatory sandboxes and innovation-friendly regulation: between collaboration and capture*, in *Italian Journal of Public Law*, 1/2024, p. 107 ss.; ABRIANI, *Discriminazioni tecnologiche e diritto delle imprese: alla ricerca di strumenti di riequilibrio*, in *Rivista*

tentativo di districarsi nella comprensione di queste nuove esperienze pratiche, i primi interpreti si sono soffermati sull'incidenza delle nuove tecnologie rispetto alle operazioni di mercato ed alle soluzioni offerte alle problematiche che affliggono il sistema capitalistico, da troppo tempo in difficoltà rispetto all'esigenza di contemperare il *progresso* con l'*ecologia*.[41] Ciò, con l'effetto di orientare gli studi verso la verifica della possibilità che intermediari di nuovo tipo possano rispondere meglio alle esigenze della contemporaneità rispetto all'offerta contemplata dagli enti creditizi.

Diversamente dal passato, infatti, gli intermediari ipotizzano l'applicazione di modelli commerciali che offrano servizi modulari, scalabili, a consumo. Inoltre, innovazioni disciplinari - quale quelle in materia di servizi di pagamento[42] - consentono alle imprese di interagire direttamente con i rapporti intrattenuti dalla propria clientela con una banca. Ne consegue l'attivazione di realtà integrate, in cui l'utente finale fruisce di vantaggi esecutivi di immediato apprezzamento.

Tuttavia, appare necessario sollevare un interrogativo specifico, concernente la sopravvivenza – all'affermazione di un'apertura operativa siffatta - di quel vantaggio competitivo di cui hanno da sempre fornito gli enti creditizi rispetto agli altri intermediari impegnati nella circolazione della ricchezza;[43] vantaggio che ha consentito

di diritto dell'impresa, 3/2023, p. 447 ss.; MACCARONE; *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2/2023, 1, p. 277 ss.; quest'ultimo, con particolare riferimento a numerosi problemi e implicazioni connessi con lo sviluppo della tecnologia nell'ambito dell'attività finanziaria, i quali - dal punto di vista sia dell'oggetto – sono riferibili a servizi nuovi, non sempre facile qualificazione rispetto ai servizi tradizionali e alla loro regolamentazione.

[41] Cfr. per tutti, CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza di Francesco Capriglione*, Milano, 2023 ove l'A. solleva tre sfide: la ricerca dell'equilibrio ecologico, la soluzione della pacificazione energetica e l'arrivo alla sostenibilità economico-finanziaria.1 Per quanto siano lanciate in capitoli separati, risultano integrate in una sequenza logico-sistematica, trasversalmente segnata dalla tristezza degli eventi bellici e dalla speranza che un intervento pubblico possa affrontare e vincere queste tre sfide

[42] Cfr. CERVONE, *Strumenti di pagamento innovativi, interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 41 ss.

[43] Cfr. MELIA, *Circolarità e traiettorie di marketing esperienziale*, in *Il diritto dell'economia*, 2023, p. 205 ss. con riferimento allo sviluppo e la crescita di modelli di "business" circolari. Si veda, altresì, CANEPA, *Aiuti di stato alle banche e ambito di applicazione del criterio dell'investitore privato*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2014, p. 1366 ss. per le riflessioni in ordine al principio dell'investitore privato e all'esistenza di un vantaggio, tale da configurarsi come aiuto di stato, in caso di apporto di capitale

ai primi di conseguire risorse ulteriori (rispetto a quelle ipotizzabili in un contesto di parità concorrenziale) idonei a supportare i costi della vigilanza prevista per assicurare la sana e prudente gestione.

Nei tempi più recenti, poi, il tentativo del regolatore europeo di supportare l'innovazione finanziaria ha conferito specifico rilievo alla prospettiva di un sistema di vigilanza che, per un verso, sottopone a riserva l'esercizio di *nuove attività* e, per altro, ammette che più imprese si cooperino per organizzare operazioni di mercato atte a soddisfare la domanda di credito e l'offerta di capitali (attraverso piattaforme e prodotti di nuova fattura[44]).

Nel proiettare l'attività bancaria verso il paradigma del servizio decentralizzato, si ravvisa la conseguenza che le strutture informatiche, invece di lasciare libero spazio ai meccanismi di mercato, coordinano un'ampia gamma di tecniche e di ordine volti a far fruire il cliente finale di un'esperienza analoga a quella che è dato riscontrare presso una banca tradizionale. È, quindi, chiaro che - per effetto dell'innovazione in parola - non è possibile riscontrare un "ente" cui imputare un patrimonio destinatario delle relazioni di raccolta e credito, ma un insieme di società che collaborano per realizzare un processo di intermediazione. Diversamente, si verserebbe in presenza di una fintech credit institution, destinataria della guida appositamente pubblicata dalla BCE nel 2018.[45]

Tuttavia, nei tempi più recenti, appare chiaro che il progresso avviato un percorso di automazione dei processi bancari e finanziari, dopo esser approdato ad una forma di digitalizzazione che ha diffuso l'utilizzo dei relativi servizi attraverso devices

[44] Cfr. LEMMA, *Fintech platforms: the role of financial regulation*, in *Open review of management, banking and finance*, 2018; MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique": How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017.

[45] Cfr. ECB, *Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, 2018, ove si evidenzia che l'aumento delle fintech bank, che utilizzano l'innovazione tecnologica per offrire servizi bancari, porta a un numero crescente di richieste di licenza alla BCE. La BCE assicura che queste banche siano correttamente autorizzate e abbiano sistemi di controllo dei rischi adeguati, applicando gli stessi standard previsti per le altre banche.

informatici del cliente,[46] muove verso un'altra formula che prevede la personalizzazione dei servizi sulla base dei dati ricevuti attraverso quel *legame informatico* che - per effetto del *device* - si instaura tra l'intermediario e il cliente stesso.[47]

Automazione, digitalizzazione e personalizzazione sono le fasi di un progresso che proietta il rapporto tra soggetti in surplus e altri in deficit verso dinamiche di nuovo tipo, caratterizzate dalla possibilità che gli ausili tecnologici consentano agli uni e agli altri di procedere verso vie d'incontro innovative, tali cioè da risultare alternative a quelle che si realizzavano per il tramite del patrimonio di una banca. In altri termini, al presente, il mercato del credito vede la concorrenza tra l'offerta formulata da un ente creditizio che impegni le risorse da esso raccolte (con l'effetto che l'ente si proponga quale controparte negoziale dei clienti) e quella riferibile a piattaforme che si propongono di agevolare la conclusione di contratti direttamente tra gli i soggetti in surplus e in deficit.[48]

A ben considerare, tuttavia, occorre soffermarsi sulle pratiche operative in cui la banca - pur non impegnando il risparmio dalla medesima raccolto (e, quindi, senza incidere sul fabbisogno di fondi propri) - è punto di convergenza sia dei contratti

[46] Cfr. VALIANTE, La regolazione dell'intelligenza artificiale in finanza: tra rischio e design, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021/3s, p. 37 ss.
Vanno, altresì, considerate le varie forme di integrazione tra intermediari tradizionali e piattaforme hanno inizialmente preso piede mediante fenomeni di esternalizzazione di fasi delle attività esercitate dalle banche e dagli intermediari, fermo restando che, ai sensi della normativa vigente (cfr. artt. 53 e 108 TUB), banche e intermediari finanziari non possono delegare a terzi le proprie responsabilità, né mettere a repentaglio le proprie capacità di rispettare gli obblighi previsti dalla disciplina di vigilanza né, infine, mettersi in condizione di violare le riserve di attività previste dalla legge, come chiarito da AMMANNATI - GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, p. 311 ss. Si veda altresì MAUGERI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e "integrità" organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2010, p. 439 ss.
[47] Cfr. ROCCARO, *La chiave di accesso alla "società algoritmica"*, in *Ars Interpretandi*, 2021, p. 69 ss. sul rapporto tra device personali e algoritmi.
[48] Si addiviene, quindi, ad un mercato in cui l'aspirante debitore potrebbe percepire il denaro offerto dalle banche e quello reperibile sulle piattaforme alla stregua di perfetti sostituti, dando corso ad una condizione di concorrenzialità piena tra enti sottoposti alle regole della vigilanza prudenziale (e, quindi, ai relativi oneri) e altri soggetti che possono contare su minori costi di esercizio; ciò, a prescindere dalla propensione al rischio degli uni e degli altri; si veda, al tiguardo, l'originaria impostazione suggerita in LEMMA, *The shadow banking system*, London, 2016.

riferibili al risparmio e al credito, sia delle tecnologie sviluppate per facilitarne la circolazione. Trattasi di una forma operativa in cui le opzioni della finanza alternativa convergono verso un centro di interessi riferibile ad un ente creditizio, il quale assume un ruolo centrale nel favorire l'incontro della domanda e dell'offerta, anche assumendo una specifica posizione contrattuale rispetto ai soggetti che danno corso alla circolazione dei capitali. Ci si riferisce, in particolare, al caso in cui una banca proceda all'offerta di credito che, una volta erogato, origina una posta contabile che si registra al di fuori del patrimonio della banca, direttamente in un veicolo che possa impegnare risorse diverse dalla raccolta bancaria.

Trattasi di un fenomeno di *ricentralizzazione* dei rapporti bancari che assume un rilievo significativo rispetto alle dinamiche negoziali ed operative, con ovvia incidenza sui relativi rischi (senza invece esporre la banca ad un rischio di credito che, per effetto della dinamica creditizia, grava sul patrimonio del veicolo). A valle di un fenomeno siffatto, v'è il ricorso alle tecnologie più recenti, frequentemente acquisite dalla banca sul mercato, ma talora sviluppate dai medesimi soggetti che hanno messo a disposizione (tramite il veicolo dianzi indicato) le fonti di finanziamento necessarie a sostenere il credito offerto (tramite l'intervento della banca stessa, nelle modalità negoziali testé indicate). Occorre notare, al riguardo, che le tecnologie non supportano il rapporto banca-cliente (che avviene in modalità relazionali dirette), ma l'attività successiva di gestione del rapporto che si origina in capo al veicolo, di circolazione degli strumenti che hanno consentito il finanziamento del veicolo stesso, di rendicontazione delle relative dinamiche economiche.[49]

Si versa, dunque, in presenza di una formula complessa, in cui le singole parti negoziali risultano funzionali rispetto all'obiettivo creditizio, anche se il futuro debitore percepisce direttamente la sola controparte bancaria. Da qui, la prospettiva di una riflessione specifica sul perimetro di applicazione delle regole di vigilanza prudenziale

[49] Sia consentito far rinvio all'intervento di Tal Cohen, President of Nasdaq, AI, cloud, and blockchain are converging to redefine market infrastructure and lead the future of finance, al panel The Executive Playbook: Steering Financial Services Through 2025, del Singapore Fintech Festival 2024.

e di trasparenza, laddove l'intermediario sia comunque esposto ai soli rischi di matrice operativa (in quanto quelli di credito si originano direttamente nel patrimonio del veicolo).

5. Soffermandoci sulle innovazioni che maggiormente attengono alla strumentazione finanziaria, le evidenze pratiche mettono in luce i beni immateriali che sono ancorati alla tecnologia a registro distribuito. Appare altrettanto chiara una sorta di proiezione operativa - da parte di investitori ed emittenti - verso infrastrutture di mercato che, utilizzando un registro distribuito, possono migliorare l'efficienza degli scambi e introdurre nuove opportunità per la circolazione della ricchezza, sfruttando le possibilità di un rapporto tra tecnologie e programmazioni che risponde, da un lato, ad esigenze di economicità (degli scambi) e, dall'altro, di resilienza (del relativo sistema).[50]

Al presente, specifiche riserve di attività presidiano la facoltà di avvalersi delle infrastrutture tecnologiche in parola, in luogo di quelle tradizionalmente connesse all'offerta di strumenti finanziari.[51] Anche altre rappresentazioni digitali di valore sono destinatarie di una regolazione speciale, con l'effetto di ricondurre gli strumenti finanziari digitali e le cripto-attività in un ambito destinatario di un intervento pubblico volto a garantire adeguati livelli di certezza, integrità, tutela e stabilità.

Va da sé che, in un mercato ad elevato contenuto tecnologico, gli operatori risultino destinatari di una stratega regolatoria che persegue il controllo di strumenti finanziari digitali e cripto-attività congiuntamente alle modalità di organizzazione dei

[50] Si muove dalle conclusioni condivise da ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *European Banking Institute Working Paper Series no. 158*, per una prima analisi di un nuovo grande pilastro della legislazione finanziaria dell'Unione, nonché della posizione unica, anche a livello geopolitico, assunta dall'UE, cui consegue il riscontro di un'unica area geografica dotata di una disciplina omogenea e uniforme sui mercati dei cripto-asset.

[51] Ci si riferisce, in particolare, alla disciplina introdotta dal DLT Pilot Regime e, in particolare, alle opzioni disciplinari recate dal D.L. 25/2023 per adattare il nostro ordinamento al DLT pilot regime e agli strumenti finanziari digitali; da qui, il rinvio a LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali*, Maggio 2023, in dirittobancario.it, ove ci si sofferma sulla regolazione delle specificità operative, la ricerca ha riguardi alla nuova attività riservata ai soggetti responsabili del registro distribuito, mettendo in luce requisiti, obblighi, responsabilità e sanzioni

servizi che assistono la circolazione della ricchezza rappresentata dagli asset in parola[52]. Centrale, in tale dinamica estensiva, è l'inquadramento di tali asset nel più ampio novero di quelli regolati dai vari comparti dell'ordinamento giuridico del mercato dei capitali e dei rischi. Nel considerare, infatti, che le attività digitali o crittografiche si presentano in molteplici - e a volte mutevoli - rappresentazioni, si deve tener conto della loro duttilità, per cui le medesime risultano preordinate verso utilizzi variegati, non sempre riconducibili a quelle dei tradizionali strumenti (di pagamento, di investimento o di credito).[53] Sicché, si rende apprezzabile l'opzione di costruire una formula disciplinare che si estenda sino a considerare il tendenziale affiancamento della tecnologia alla pratica umana, avendo riguardo all'automazione sequenziale, al supporto decisionale, al predominate ruolo della parametrica rispetto alla discrezionalità.

Sebbene le soluzioni adottate dai regolatori siano comprensibili, le medesime non appaiono sempre rispondenti alle esigenze poste dal mercato. Ed invero, per quanto MiCAR, DLT pilot regime e DORA delineino un'opzione interventistica atta a supportare lo sviluppo digitale del mercato finanziario, talune implicazioni, sul piano applicativo, sollevano dubbi in ordine alla capacità dell'ordinamento di assicurare i fini di controllo e tutela cui esso è preordinato. Sicché, saranno le autorità di vigilanza a dover evitare asimmetrie nello sviluppo del mercato dei capitali, in quanto appare ineludibile che il controllo pubblico investa ogni *alternativa infrastrutturale* che entri in concorrenza con quelle sperimentate da intermediari e gestori nel corso del Novecento.[54]

---

[52] Cfr. MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle cryptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss.; nonché CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, I, p. 225 ss.; ECB, Report on a digital Euro, Ottobre 2020;

[53] Cfr. ANNUNZIATA - CHISARI - AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4344803, 2023 ove gli AA. si propongono di analizzare l'interconnessione del regolamento DLT con i tradizionali atti legislativi dell'UE in materia finanziaria e, in particolare, la MiFID II.

[54] Cfr. CIRAOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2022, 2, p. 342 ss., con particolare riferimento al rapporto tra innovazione digitale e

Sottesa alla regolazione dei prodotti ad elevato contenuto tecnologico sembra esservi la speranza di favorire l'efficienza delle fasi di negoziazione e post-negoziazione attraverso la proiezione degli scambi verso un ambiente che, oltre ad esser multilaterale ed automatizzato, risulta anche distribuito lungo una rete tessuta a maglie strette tra intermediari ed investitori grazie a soluzioni innovative.

Altrettanto evidente appare la volontà di consentire che la natura digitale dei prodotti agevoli innovazioni di processo in ordine alla circolazione delle informazioni (riferibili – se del caso – all'emittente o agli affari finanziati mediante l'impiego delle risorse raccolte mediante gli strumenti in considerazione).[55] Ciò, potrà consentire nuove modalità di esecuzione di alcune azioni tradizionali (quale, ad esempio, il pagamento di interessi o dividendi, a seconda dei casi), nonché l'eventuale sviluppo di nuovi servizi basati sulla percezione dell'ambiente e sull'automazione della risposta agli stimoli che da quest'ultimo di propagano, nonché all'autonoma modificazione delle relative regole di automazione.

6. Nel volgere verso le considerazioni finali, si individuano due linee di ragionamento, rispettivamente tracciate al fine di seguire, per un verso, i paradigmi della vigilanza prudenziale e, per altro, le problematiche poste dalle variegate esigenze di resilienza e sostenibilità che sono all'ordine del giorno della società globale.[56]

Non si tratta, quindi, di trarre conclusioni sul rapporto tra rischi e profitti, né su quello tra mercato e sostenibilità, ma di ricondurre ad unitarietà le problematiche relative all'uno e all'altro rapporto. Appare, infatti, evidente che la circolazione dei

regolamentazione dei mercati finanziari e alla complessità della riconciliazione di regole verticali e orizzontali, talora anche conflittuali tra loro.

[55] Cfr. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 17 ss.

[56] Cfr. Ranger – Bernhofen, *Aligning Finance with Adaptation and Resilience Goals: Targets and Metrics for Financial Institutions*, Environmental Change Institute, University of Oxford, ove gli AA. sottolineano le istituzioni finanziarie e i governi stanno iniziando a sviluppare quadri di riferimento e metriche per la finanza dell'adattamento e della resilienza (A&R) analoghi a quelli per il net zero e il recupero della natura.

capitali ha, in sé, una componente di rischio ed un attributo ecologico, entrambi riferibili agli esiti delle operazioni poste in essere per dar corso all'esercizio dell'attività riservata di riferimento.

Prudenza e sostenibilità si pongono, in definitiva, come due termini della medesima questione;[57] questione riferibile - in termini generali - alla ponderazione dei rischi accettabili dal sistema finanziario e - in un secondo momento - alla misurazione delle esternalità ammissibili nell'ambiente di riferimento. Analogamente è a dirsi per la declinazione particolare, laddove rischi ed esternalità devono esser compatibili con le condizioni degli individui coinvolti nelle operazioni della specie.

Va da sé che, per entrambi i profili di indagine (i.e. prudenza e sostenibilità), la tutela informativa assolve ad una funzione preliminare, ma limitata; ciò in quanto si versa in presenza di un *need for protection* che non si soddisfa con il mero incremento quantitativo dei livelli di conoscenza del relativo utilizzatore.[58] Pertanto, è tale limitata valenza che può esser ascritta alle prime applicazioni della digitalizzazione telematica e dell'automazione agli adempimenti informativi e, in generale, alla rendicontazione in materia di sostenibilità.[59]

Avendo specifico riguardo alla realtà cui l'informativa si riferisce, l'interesse

[57] Cfr. BINDER, *Prudential requirements framework and sustainability*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 131*, ove l'A. evidenzia che nell'ambito di una più ampia agenda politica per la promozione di mercati finanziari più sostenibili, negli ultimi anni le iniziative legislative e politiche dell'Unione Europea hanno esplorato l'attivazione di requisiti microprudenziali per le banche e altri intermediari finanziari, al fine di incentivare le istituzioni regolamentate a cambiare i modelli di business e di investimento e a spostare i finanziamenti verso progetti e beneficiari identificati come sostenibili.

[58] E ciò, non solo perché vi sono problematiche riferibili alla labilità dell'interpretazione soggettiva che ogni informazione alimenta, Né per l'importanza della capacità di interpretare correttamente il *senso ecologico* dell'operazione finanziaria cui (l'informativa) si riferisce (e, quindi, la possibilità di riflettere sulla distinzione tra *funzionalità* ed *eco-compatibilità* dei prodotti finanziari, atteso il carattere condizionato della sostenibilità del sistema finanziario). Nel proseguo della trattazione, infatti, dovrebbe emergere con chiarezza il bisogno di strumenti finanziari stabili ed ecologici, tali cioè da assicurare che la circolazione della ricchezza avvenga secondo flussi che migliorano l'utilità sociale.

[59] Trattasi, infatti, di applicazioni che pongono a servizio degli investitori le opportunità rivenienti dagli elementi aggiuntivi, basati sull'interconnessione che si realizza tra l'emittente e il relativo sottoscrittore, che caratterizzano gli strumenti finanziari digitali. Ed invero, la presenza di una rete, la disponibilità di un device informatico polifunzionale, la scelta di un linguaggio comune, l'accessibilità a database condivisi e l'avvio di un software consentono all'emittente di inviare flussi informativi continui al titolare dello strumento finanziario digitale e agli altri soggetti all'uopo individuati (dal gestore della sede in cui avvengono le relative negoziazioni, al depositario del titolo, ad operatori di altro tipo ancora).

volge verso le prospettive concernenti lo sviluppo della corporate governance, dei prodotti finanziari, delle attività e dei servizi assicurativi, bancari e finanziari. Appare, infatti, necessaria un'evoluzione delle regole di vigilanza che riescano a compendiare i presidi avverso rischi ed esternalità in una sola formula interventistica.

Al presente, maggior concretezza è ascrivibile alla prospettiva di proiettare le regole della vigilanza prudenziale oltre il perimetro dei rischi (e, quindi, di modificare l'architettura complessiva, previa rivisitazione delle regole riferibili ai relativi pilastri).[60] Ciò, consentirebbe, nell'immediato, di indurre gli enti creditizi e gli altri operatori soggetti alle predette regole prudenziali, a riflettere sui relativi assetti patrimoniali, arrivando a definire una formula interventistica che consideri l'impatto ambientale alla stregua di un costo da porre in capo all'operatore stesso.

Tuttavia, non appare possibile che l'intervento pubblico si limiti al solo comparto del mercato dei capitali che, al presente, è sottoposto alla vigilanza prudenziale. Nell'affermativa, infatti, si creerebbe un'asimmetria tra un 'ambito a maggior tutela' e un sistema parallelo in cui la circolazione della ricchezza non è tenuta a rispondere dei relativi effetti inquinanti. Pertanto, delle due l'una: o si estende la vigilanza prudenziale all'intero mercato dei capitali, o si introduce una formula di controllo di rischi e esternalità che tenga conto della trasformazione tecnologica e del relativo impatto sulla operatività finanziaria.

Valerio Lemma

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi "Guglielmo Marconi"

[60] Cfr. SCHREINER – BEYER, *The impact of ECB Banking Supervision on climate risk and sustainable finance*, ECB Working paper series no. 2952, 2024, per una prima analisi empirica dell'impatto degli sforzi di vigilanza della Banca Centrale Europea (BCE) legati al rischio climatico sull'esposizione al rischio climatico e la relativa gestione del rischio delle banche; e sugli spostamenti indotti nelle scelte di portafoglio delle banche per quanto riguarda ulteriori finanziamenti verdi.

LA NUOVA DISCIPLINA ANTIRICICLAGGIO NELL'AML PACKAGE *

(The new anti-money laundering discipline in the AML Package)

ABSTRACT: *Con il Pacchetto AML, l'UE si è dotata di un quadro normativo coordinato e uniforme, volto a conseguire un maggiore grado di armonizzazione nell'organizzazione delle strutture nazionali e nelle norme di contrasto al riciclaggio e nelle misure preventive. Un punto chiave della riforma è l'introduzione dell'AMLA, un'Autorità che avrà sia i compiti principali di svolgere la vigilanza AML/CFT sia quello di operare come "Meccanismo" di supporto e coordinamento tra le Unità di informazione finanziaria (UIF) dell'UE.*

With the AML Package, the EU has equipped itself with a coordinated and uniform regulatory framework aimed at achieving a greater degree of harmonization in the organization of national structures and in the rules for combating money laundering and in preventive measures. A key point of the reform is the introduction of the AMLA, an Authority that will have both the main tasks of carrying out AML/CFT supervision and that of operating as a "Mechanism" for support and coordination between the Financial Intelligence Units (FIUs) of the EU.

SOMMARIO: 1. Una premessa: antiriciclaggio, finanza alternativa e mutamenti geopolitici; 2. L'AML Package. - 3. L'AMLA, funzioni e poteri: un quadro di sintesi .. - 4. Segue… la governance dell'AMLA. 5. Il regolamento Antiriciclaggio e i presidi normativi - 6. Le FIU e la Direttiva Antiriciclaggio. - 7. Alcuni profili di criticità ancora aperti

1. Il tema del quale oggi mi è occupo è la nuova disciplina antiriciclaggio introdotta dal c.d. AML Package. Al riguardo ci si potrebbe chiedere quale collegamento ci sia tra gli elementi individuati quali fattori incidenti sull'ordinamento

* Contributo approvato dai revisori.

del credito evocati nel titolo del convegno (finanza alternativa e mutamenti geopolitici) e la disciplina antiriciclaggio.

Sul punto va innanzi tutto sottolineato che la finanza alternativa nasce o per eludere i vincoli e le riserve o per sottrarsi alla regolamentazione stringente e ai controlli (e ai connessi costi) della finanza ordinaria, tra cui anche quelli antiriciclaggio. Non è un caso che la diffusione delle criptovalute sia esplosa anche con riferimento a fenomeni ed utilizzi di tipo criminoso (acquisto di criptovalute con proventi di attività illecite, furti o sparizione di dati da riscattare con pagamenti in criptovalute, ecc.) ed è per tale ragione che la nuova disciplina recata dall'AML Package estende agli operatori del settore delle criptovalute, ai fornitori di servizi di crowdfunding e agli intermediari di crowdfunding, le regole antiriciclaggio seppure a partire dal luglio 2027 (e quindi con qualche ritardo, godendo tali operatori di un periodo "franco").

D'altro canto gli eventi geopolitici (quale la guerra in Ucraina e in Medioriente) hanno dato luogo all'applicazione di misure sanzionatorie di congelamento di beni e attività finanziarie, e il rispetto di tali misure trova nella disciplina AML il suo presidio normativo, essendo tra l'altro questa volta a verificare il rispetto delle sanzioni stesse.

Ma vi è anche un altro profilo di interrelazione: la disciplina antiriciclaggio (per la sua origine penalistica) diventa anche il grimaldello per l'intervento diretto di "controllori" diversi dalle Autorità di settore nella organizzazione (se non nella gestione) degli intermediari e dunque nell'ordinamento del credito.

E' notizia di ieri l'applicazione a Banca Progetto della misura di prevenzione dell'amministrazione giudiziaria prevista dal codice antimafia (art. 34 bis del d.lgs. 159/2011), misura che prevede l'affiancamento all'organo amministrativo di un esperto con il compito di individuare e aiutare l'organo amministrativo medesimo a rimuovere le cause dell'adozione del provvedimento, secondo un modello che per alcuni profili si avvicina allo strumento di affiancamento nella gestione previsto dall'art. 75-bis del TUB, strumento che ha gli stessi presupposti della amministrazione straordinaria, ma è volto ad evitare la sua più drastica applicazione e a cui la Banca

d'Italia, nei casi più recenti, sembra accordare la sua preferenza.

Se si va a leggere il provvedimento applicato, le disfunzioni riscontrate (concernenti anche i presidi antiriciclaggio, e peraltro già oggetto di provvedimento sanzionatorio di BI nel 2021), ben avrebbero giustificato l'adozione da parte dell'Autorità di vigilanza di autonomi provvedimenti, ulteriori rispetto alle sanzioni a suo tempo imposte al detto intermediario, ma soprattutto lo stesso solleva la questione su quale sia stato e quale possa a regime essere il coordinamento tra autorità penale e autorità di settore in casi come questo, considerata l'influenza che l'adozione di provvedimenti quali il menzionato art. 34 bis può avere sulla gestione dell'intermediario. Ma ciò potrebbe essere oggetto se non di un convegno, di una apposita relazione a sé stante.

2. La materia dell'antiriciclaggio può essere idealmente distinta in due macro-ambiti: il primo, "istituzionale", relativo all'evoluzione, all'assetto e alle prospettive, degli enti nazionali e sovranazionali preposti alla disciplina in tema di prevenzione del riciclaggio; il secondo, "regolamentare" relativo alla disciplina dell'attività e dunque ai presidi normativi ed operativi e agli obblighi di collaborazione attiva e passiva che fanno capo ai destinatari della disciplina.

E in ciascuno di detti ambiti, quello delle istituzioni e quello attività, molte appaiono le questioni ancora aperte, sulle quali il c.d. AML Package (pubblicato nella GU dell'Unione Europea il 19 giugno scorso)[1] interviene con soluzioni non sempre del tutto convincenti e che appaiono lungi dall'essere definitive.

Come noto, il pacchetto - che oltre di Antiriciclaggio si occupa anche di Contrasto al finanziamento del terrorismo (AML/CFT)- è composto da due regolamenti e una direttiva:

- il Regolamento (UE) 2024/1620 (AMLAR) del 31 maggio 2024 che istituisce

[1] Per una prima analisi si veda, *L'AML Package*, in *Quaderni dell'Antiriciclaggio – Rassegna normativa*, BI e UIF, I° semestre 2024, 5 ss; e D. Andracchio, *Profili evolutivi della disciplina antiriciclaggio*, 2024, 309 ss.

l'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (AMLA, che avrà anche poteri sanzionatori), regolamento che modifica, a fini di coordinamento, anche i Regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 istitutivi delle tre ESA (EBA, ESMA ed EIOPA) (c.d. Regolamento Autorità);

- il Regolamento (UE) 2024/1624 (AMLR) del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (c.d. Regolamento Antiriciclaggio) che costituisce il "*single rulebook*", sugli obblighi in materia di lotta al riciclaggio applicabili al settore privato (e che contiene le disposizioni in tema di: adeguata verifica, individuazione titolare effettivo, disciplina del contante, ecc.);

- la VI Direttiva Antiriciclaggio, ovvero la Direttiva (UE) 2024/1640 (AMLD6) del 31 maggio 2024 relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937, e nella quale, in particolare vengono affrontate le questioni relative al registro dei titolari effettivi e ai requisiti e all'organizzazione delle FIU, ed che abroga la direttiva (UE) 2015/849 (IV direttiva AML), integrata poi dalla V direttiva AML n. 2018/843, che hanno costituito sino ad ora il quadro di riferimento normativo della materia.

L'AML package si completa con ulteriori due provvedimenti di supporto:

- il Regolamento (UE) 2023/1113 del 31 maggio 2023, sui dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e disciplinano le cripto-attività che non rientrano nella nozione di strumenti finanziari;

- la Direttiva UE 2024/1654 del 31 maggio 2024 (che modifica la direttiva 2019/1153) per quanto riguarda l'accesso delle autorità competenti ai registri centralizzati dei conti bancari attraverso il sistema di interconnessione e le misure tecniche per facilitare l'uso delle registrazioni delle operazioni attraverso il punto di accesso unico.

La direttiva in questione prevede l'armonizzazione del formato degli estratti conto bancari e garantisce che le autorità nazionali di contrasto abbiano accesso ai registri centralizzati dei conti bancari, contenenti i dati relativi a chi possiede un determinato conto bancario e dove il conto è acceso; l'accesso diretto e l'uso di formati armonizzati da parte delle banche è infatti uno strumento importante nella lotta ai reati e negli sforzi per rintracciare e confiscare i proventi di reato.

L'applicabilità della disciplina relativa all'AML Package non è tuttavia immediata, essendo previsti tempi dilazionati per la sua effettiva operatività. In particolare:

- il Regolamento istitutivo dell'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (AMLA) si applicherà a decorrere dal 01 luglio 2025;

-il Regolamento Antiriciclaggio si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2027, ad eccezione per i soggetti obbligati di cui all'art. 3, punto 3), lettere n) e o) (agenti calcistici e società calcistiche professionistiche), ai quali si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2029;

- la VI Direttiva Antiriciclaggio dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 10 luglio 2027**,** ad eccezione: a) degli artt. 11, 12,13 e 15 (ovvero le norme relative al registro sui titolari effettivi), che dovranno essere recepiti entro il 10 luglio 2026; b) dell'art. 18 (relativo al punto di accesso unico alle informazioni sui beni immobili**)**, che dovrà essere recepito entro il 10 luglio 2029.

L'AML package mira a introdurre un maggiore grado di armonizzazione nell'organizzazione delle strutture nazionali e nelle regole deputate alla lotta al riciclaggio e nei presidi preventivi.

In particolare, il ricorso allo strumento del regolamento (che ha immediata e diretta efficacia in ogni singolo Stato, senza necessità di recepimento) per la disciplina di numerosi presidi normativi riduce gli spazi di manovra concessi ai legislatori dei Paesi membri, che hanno consentito in passato approcci nazionali diversificati, alimentando forme di competizione al ribasso tra Paesi e tra operatori.

Questi fenomeni hanno danneggiato il sistema AML europeo, indebolendo

l'azione di prevenzione e contrasto.

3. Con l'istituzione dell'Autorità europea per il contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (Anti-money Laundering Authority, AMLA), con sede in Francoforte, si è dato in particolare attuazione alle azioni 3 e 4 del piano d'azione 2020 della Commissione in materia di AML/CFT.

L'AMLA è un organismo dotato di personalità giuridica, sotto forma di agenzia decentrata dell'UE, incaricato di due compiti principali: a) svolgere la vigilanza AML/CFT e b) operare quale "Meccanismo" di supporto e coordinamento tra le *Financial Intelligence Unit* (FIU) dell'UE.

Come è stato rilevato, l'accentramento di queste funzioni in capo a un'unica autorità è finalizzato, per un verso, " *… a superare le debolezze derivanti dall'attuazione disomogenea delle misure antiriciclaggio all'interno dell'Unione e da una diversa efficacia della supervisione*" , per altro verso risponde all'esigenza " *.. di irrobustire le capacità delle FIU di intercettare adeguatamente i fenomeni illeciti, attraverso l'ausilio alle loro attività di analisi e collaborazione, specie nell'approfondimento congiunto di casi di rilevanza cross- border*"[2].

Con riguardo al primo compito, lo svolgimento della vigilanza AML/CFT, è previsto che l'AMLA diventi il centro di un sistema europeo integrato composto dall'Autorità stessa e dalle autorità nazionali competenti per la vigilanza AML/CFT (c.d. sistema *hub-and-spokes*), con l'obiettivo di garantire il rispetto dei requisiti AML/CFT da parte dei soggetti obbligati.

In questo sistema, l'AMLA vigilerà direttamente su di un ristretto novero di soggetti obbligati del settore finanziario ('soggetti obbligati selezionati'). In particolare, si tratta di soggetti (enti creditizi e finanziari o loro gruppi, inclusi i prestatori di servizi in criptoattività) che, sulla base di una selezione che verrà condotta per cicli triennali, presentano una forte operatività transfrontaliera e un elevato rischio ML/TF (art. 13

[2] *L'AML Package*, op, cit., 6 ss.

AMLAR); il numero di soggetti selezionati è stato fissato pari a massimo a 40[3]. Per assicurare una valutazione uniforme del rischio, questa verrà svolta sulla base di una metodologia comune a livello UE definita dall'AMLA. La supervisione diretta si estende (art. 5, par. 2, lett. a), AMLAR) alle verifiche sulla corretta attuazione delle sanzioni finanziarie mirate (misure di congelamento e divieti di messa a disposizione di fondi o altri beni).

Inoltre, l'AMLA, con decisione della Commissione basata su di una proposta dell'AMLA medesima, potrà assumere temporaneamente la vigilanza diretta anche su soggetti finanziari non selezionati, se caratterizzati da un'esposizione a rischio ML/TF in rapido peggioramento tale da produrre impatti negativi su diversi Stati membri o sull'Unione europea nel suo complesso.

La vigilanza diretta sui soggetti obbligati selezionati verrà svolta da *joint supervisory team* (JST) composti da personale dell'AMLA (che guiderà il *team*) e delle autorità di vigilanza nazionali interessate; nei confronti dei soggetti obbligati selezionati, l'AMLA potrà adottare misure di vigilanza e sanzionatorie.

Le autorità di vigilanza nazionali manterranno la piena responsabilità per la vigilanza diretta sui soggetti obbligati finanziari non selezionati. Con riguardo a tali soggetti, l'AMLA avrà compiti di supervisione indiretta, volti sia a garantire standard omogenei di supervisione e metodologie di valutazione comuni del rischio (attraverso la conduzione di esercizi di valutazione delle prassi di vigilanza AML nazionali), sia ad assicurare la *compliance* da parte dei soggetti obbligati finanziari (attraverso il potere di chiedere all'autorità nazionale competente di indagare sulle violazioni e di adottare le misure opportune).

Con riguardo infine al settore non finanziario, l'AMLA effettuerà verifiche periodiche (c.d. *peer review*) dell'attività delle autorità di vigilanza non finanziarie e

[3]A partire dal secondo ciclo di selezione, qualora il processo di selezione individui un numero di soggetti superiore a 40, l'AMLA può – in consultazione con le Autorità AML nazionali e in considerazione delle risorse disponibili – esercitare la vigilanza diretta anche su di un numero di soggetti superiore a 40, da individuarsi sulla base di specifici criteri.

indagherà sulla violazione o sulla mancata applicazione del diritto dell'Unione da parte di tali autorità, al fine di consentire un maggiore allineamento fra le prassi di vigilanza e una loro maggiore efficienza. Laddove la supervisione nazionale di alcune categorie di professionisti sia attribuita a organi di autoregolamentazione, l'Autorità esercita i propri compiti nei confronti delle autorità pubbliche che sorvegliano l'attività di tali organi.

Con riguardo al secondo compito, quello di meccanismo di supporto e coordinamento alle FIU, alla nuova Autorità sono attribuite funzioni di sostegno e coordinamento nello svolgimento di analisi congiunte su casi cross-border, che hanno rappresentato una delle determinanti stesse della riforma. Lo svolgimento di tali funzioni può essere declinato in due macro-processi interrelati.

Il primo (fase cd. "metodologica") è volto a definire i criteri che presiedono alla individuazione e selezione di casi cross-border "eleggibili" per gli esercizi, nonché all'elaborazione di metodologie e procedure per la conduzione delle analisi e la loro prioritizzazione a fini di programmazione.

Il secondo (fase cd. "operativa") è rappresentato dall'insieme di attività attraverso le quali il meccanismo interviene operativamente a supporto delle analisi di casi di operatività sospetta transfrontaliera. In linea con la posizione espressa dal Parlamento, nel testo finale del Regolamento "AMLA" si rafforza il potere d''intervento dell'Autorità, deputata ad avviare esercizi di analisi congiunta anche d'iniziativa, essendo in linea i principio la proposta di avvio dell'esercizio di analisi di competenza di una o più FIU nazionali. Gli esercizi congiunti saranno incentrati su "Joint Analysis Team" composti da analisti nazionali[4], ai quali possono partecipare il personale

[4] Gli esiti delle analisi congiunte sono trasmessi senza ritardo alla Procura europea (EPPO) quando emergono ragionevoli motivi di sospettare che siano in corso o siano state commesse attività illecite che rientrano nella sfera di competenza di quest'ultima; analogamente, i risultati dell'analisi sono trasmessi all'OLAF quando sussistono ragionevoli motivi di sospettare che siano in corso o siano state commesse attività di frode o corruzione ovvero ogni altra attività illecita lesiva degli interessi finanziari dell'Unione (art. 41, par. 2-3). Previo consenso di tutte le FIU partecipanti all'esercizio, i risultati delle analisi possono essere trasmessi anche a Europol e/o a Eurojust, ove emergano profili di loro competenza (art. 41, par. 4-5).

dell'AMLA e i delegati nazionali, organi di contatto e coordinamento tra FIU nazionale e AMLA.

L'AMLA, quale Meccanismo di supporto delle FIU, elaborerà standard e linee guida su un ampio spettro di attività delle FIU, allo scopo di favorire convergenza nelle attività "core" e collaborazione. In particolare, l'Autorità elaborerà "*template*" e formati omogenei per le segnalazioni di operazioni sospette e per gli scambi di informazioni tra le FIU; definirà indicatori per la rilevazione dei casi da segnalare. L'AMLA preparerà altresì valutazioni e analisi strategiche su minacce, rischi e metodi in materia di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. Il concreto esercizio di tale funzione è strettamente dipendente dagli input forniti dalle FIU, tenute a contribuire "spontaneamente e su richiesta della stessa Autorità" con dati e informazioni rilevanti.

Il Meccanismo di supporto e coordinamento è deputato a condurre altresì procedure di valutazione ("peer review") sulle FIU finalizzate a verificarne l'adeguatezza rispetto a requisiti formali e operativi e a rafforzarne la convergenza rispetto agli standard europei. A tali attività le FIU sono peraltro chiamate a contribuire fornendo valutatori. Il Meccanismo svolgerà anche compiti di "mediazione" e risoluzione di possibili controversie in casi di disaccordo o inadeguato funzionamento dei meccanismi della collaborazione.

Rilevante è il ruolo del Meccanismo anche nel settore informatico; tra le attività da svolgere, rilevano in particolare: a) sviluppare e rendere disponibili alle FIU strumenti IT, ad esempio di intelligenza artificiale, per scambi sicuri e che rafforzino le capacità di analisi, nonché b) gestire e sviluppare FIU.NET, al momento incardinata presso la Commissione Europea, che rappresenterà il pilastro fondamentale per gli scambi informativi in ambito europeo.

All'AMLA è infine anche attribuito il compito di predisporre progetti di norme tecniche di regolamentazione (cfr. art. 49 AMLAR) e progetti di norme tecniche di attuazione (cfr. art. 53 AMLAR, ivi comprese quelle che definiscono formati uniformi per le segnalazioni, cfr. art. 69 AMLR) per completare ed attuare il corpus normativo

armonizzato dell'AML Package; tali progetti di norme dovranno essere approvati dalla Commissione mediante atti delegati e atti di esecuzione rispettivamente ai sensi degli artt. 290 e 291 del TFUE. E' previsto poi che l'AMLA, entro il 10 luglio 2027, emani direttamente orientamenti sugli indicatori di attività o comportamenti sospetti, provvedendo ad aggiornarli periodicamente (art. 69 AMLAR).

Tale funzione "normativa" che è tipica delle altre ESA - unitamente alle competenze di vigilanza diretta ed indiretta alla stessa riconosciute e che sono invece tipiche della BCE - la colloca in una posizione del tutto peculiare, come Autorità unica di riferimento del settore antiriciclaggio, seppure solo la prassi potrà definire quali potranno essere in concreto i rapporti con la BCE stessa e le Autorità nazionali di vigilanza nel settore bancario e finanziario, soprattutto con riferimento all'esercizio dell'attività ispettiva da parte di queste ultime.

4. L'assetto di governo dell'AMLA è basato principalmente su due organi collegiali: *i)* un consiglio generale (*General Board*, GB), il quale avrà poteri in materia regolamentare e di supporto e coordinamento tra le FIU, nonché un ruolo consultivo sulle decisioni del comitato esecutivo in materia di vigilanza diretta, e *ii)* un comitato esecutivo (*Executive Board*, EB), il quale sarà il principale organo decisionale in materia di supervisione AML, sia diretta sia indiretta, nonché responsabile della gestione dell'Autorità.

La struttura del GB riflette la peculiare caratteristica dell'AMLA di compendiare al suo interno due distinte funzioni: quella di Vigilanza e quella di Meccanismo di supporto e di coordinamento. Il GB, avrà infatti due composizioni alternative: a) una composizione di vigilanza (*General Board in supervisory composition*, c.d. GB-Sup), cui parteciperanno i capi delle Autorità nazionali responsabili della vigilanza AML/CFT, competente per l'adozione di atti di portata generale e b) una composizione FIU (*General Board in FIU composition*, c.d. GB-FIU), formata dai responsabili delle FIU degli Stati membri, competente per l'adozione di tutti gli atti di portata generale per le

materie attribuite al Meccanismo, quali i progetti di norme tecniche, gli orientamenti, le raccomandazioni e i relativi pareri alle FIU.

Per il supporto al General Board delle FIU è previsto un apposito Comitato Permanente (FIUs' Standing Committee) composto da nove membri del General Board o rappresentanti delle rispettive FIU nazionali aventi competenze adeguate, privo di poteri decisionali e con compiti di iniziativa, preparazione e impulso (art. 58, comma 4, AMLAR). Le FIU, inoltre, sono tenute a distaccare "National Delegate" nello staff dell'AMLA, incaricati di contribuire specificamente alle attività di analisi congiunta e agli altri compiti del Meccanismo.

Alle riunioni del General Board, in entrambe le composizioni, prende parte anche un rappresentante della Commissione, senza diritto di voto, e le decisioni sono assunte a maggioranza semplice, fatta eccezione per quelle riguardanti i progetti di norme tecniche, gli orientamenti e le raccomandazioni, che richiedono la maggioranza qualificata dei rappresentanti degli Stati membri conformemente alle modalità di voto dei Trattati (art. 61 AMLAR).

Il GB è presieduto dal Presidente dell'Autorità che è il legale rappresentante dell'Autorità e responsabile della preparazione dei lavori e della convocazione e conduzione delle riunioni del GB. Il procedimento di nomina del Presidente prevede il coinvolgimento di tutte le principali istituzioni europee; esso è infatti selezionato, sulla base di una procedura aperta, dalla Commissione che ne presenta la proposta di nomina al Parlamento europeo e, a seguito dell'approvazione della proposta, il Consiglio adotta a maggioranza qualificata una decisione di esecuzione della nomina (art. 68 AMLAR)

L'Executive Board è invece composto dal Presidente dell'Autorità e da cinque membri indipendenti, nominati secondo la medesima procedura prevista per il Presidente (cfr. art. 63.4 AMLAR) e le sue competenze riguardano la pianificazione generale, l'esecuzione dei compiti conferiti all'Autorità e l'adozione delle decisioni riguardanti i soggetti obbligati.

Sono inoltre previsti un *Executive Director*, incaricato della gestione ordinaria dell'Autorità (art. 70 -71 AMLAR), e un *Administrative Board of Review*, che deciderà sui ricorsi avverso le decisioni vincolanti dell'Autorità rivolte ai soggetti obbligati sotto la sua diretta vigilanza (art. 72 -75 AMLAR).

Va sottolineato come il controllo delle istituzioni UE sull'attività dell'Autorità risulti particolarmente pregnante, in quanto oltre la relazione sull'attività che deve essere trasmessa annualmente al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché all'obbligo del Presidente di prendere parte ad audizioni riguardanti le attività di supervisione, è previsto che entro sei settimane da ogni riunione del General Board, l'AMLA è tenuta a trasmettere al Parlamento europeo una informativa recante il resoconto dei lavori, fatta eccezione per i punti relativi a singoli soggetti obbligati o a dati riservati trattati nell'ambito della supervisione o dell'attività delle FIU (art. 84 AMLAR).

L'AMLA risulta legalmente istituita dal 10 luglio 2024 (ventesimo giorno dalla pubblicazione sulla Gazzetta del testo del regolamento AMLAR) e hanno preso avvio le funzioni c.d. 'di base' per renderla operativa (ad es. istituzione degli organi di governo dell'Autorità; avvio delle procedure di assunzione del personale). I successivi passi vedono: *i)* luglio 2025, avvio dell'operatività dell'AMLA in alcune delle sue aree (supporto e coordinamento delle FIU; attività di vigilanza indiretta), ad eccezione della vigilanza diretta; *ii)* luglio 2027, avvio del primo processo di selezione degli intermediari per la vigilanza diretta; *iii)* luglio 2028, avvio della vigilanza diretta.

5. Il regolamento Antiriciclaggio (Reg. UE 202471624 - AMLR) come detto, costituisce il "*single rulebook*" dei presidi volti a contrastare il fenomeno del riciclaggio. In esso sono infatti contenute le disposizioni relative a: Soggetti obbligati (Capo I, art. 3 e ss.), Politiche procedure e controlli interni dei soggetti obbligati secondo un approccio basato sulla valutazione del rischio (Capo II, art. 9 e ss.), Adeguata verifica della clientela (Capo III, art. 19 e ss.), Trasparenza della titolarità effettiva (Capo IV, art.

51 e ss), Segnalazione di operazione sospette ed altri obblighi di segnalazione facenti capo ai soggetti obbligati (Capo V, art. 69 e ss), Condivisione delle informazioni (Capo VI art. 75 e ss.), Protezione e conservazione dei dati (Capo VII, art. 76 e ss); Misure per mitigare i rischi derivanti dall'utilizzo di strumenti anonimi e del contante (Capo VIII, art. 79 e ss.).

In particolare, con riferimento all'ambito dei soggetti destinatari degli obblighi antiriciclaggio, il Regolamento ne estende il perimetro, comprendendovi nuovi soggetti obbligati**,** tra cui gli operatori del settore delle criptovalute, i fornitori di servizi di crowdfunding e gli intermediari di crowdfunding, le società di partecipazione mista non finanziaria, gli intermediari di crediti ipotecari e al consumo diversi dagli enti creditizi e finanziari, i commercianti di beni di lusso (quali gioiellieri, orafi, commercianti di automobili di lusso, aerei e yacht nonché di beni culturali, come le opere d'arte)[5] e le squadre e gli agenti di calcio[6].

Con riguardo alla adeguata verifica viene abbassata (da 15.000 a 10.000 euro) la soglia che la rende obbligatoria anche per le "operazioni occasionali" e vengono previste soglie ancor più ridotte per specifici comparti (1.000 euro nel settore delle criptoattività, soglia al di sotto della quale comunque si applicano misure minime di adeguata verifica consistenti nell'identificazione del cliente e nella verifica della sua identità).

Sempre con riferimento alle "operazioni occasionali", a quelle poste in essere con persone politicamente esposte, vengono estesi gli obblighi di adeguata verifica rafforzata (art. 42 AMLR).

[5] La nozione di "beni di valore elevato", comprende in particolare, ai sensi dell'allegato VI al Regolamento: Gioielli, articoli in oro o argento di valore superiore a 10.000 euro; Orologi di valore superiore ai 10.000 euro; Veicoli a motore di valore superiore ai 250.000 euro o equivalenti in valuta locale; Aerei di valore superiore a 7,5 mln di euro o equivalenti in valuta locale; Natanti di valore superiore a 7,5 mln di euro o equivalenti in valuta locale.

[6] Nel riconoscere che il settore del calcio presenta un rischio elevato, il regolamento AMLR estende l'elenco dei soggetti obbligati alle società e agli agenti nel settore del calcio professionistico a partire dal 2029**.** Tuttavia, poiché tale settore e il relativo rischio sono soggetti ad ampie variazioni, gli Stati membri disporranno della flessibilità necessaria per eliminarli dall'elenco se presentano un rischio basso. Le norme si applicheranno dopo un periodo di transizione più lungo, cinque anni dopo l'entrata in vigore, anziché tre anni dopo come per gli altri soggetti obbligati.

Il Regolamento introduce poi specifiche misure "rafforzate" per quanto riguarda i rapporti di corrispondenza transfrontalieri per i prestatori di servizi per le cripto-attività (art. 37 AMLR) nonché per i cittadini di paesi terzi che chiedono diritti di soggiorno in uno Stato membro nel quadro di programmi per investitori (art. 41).

Si prevede inoltre che gli enti creditizi e finanziari adotteranno misure rafforzate di adeguata verifica qualora i rapporti d'affari con persone molto facoltose (ad alto patrimonio netto, oltre i 50 mln di euro) comportino la gestione di un grande quantitativo di attività. Il mancato rispetto di tale obbligo è considerato un fattore aggravante nel regime sanzionatorio[7].

Con riguardo alla titolarità effettiva, il Regolamento rende le norme più armonizzate e trasparenti. La titolarità effettiva si riferisce alle persone fisiche che controllano effettivamente la titolarità di un soggetto giuridico (come una società, una fondazione o un trust) o godono dei relativi benefici, sebbene il titolo o la proprietà siano intestati a un altro nome.

Il regolamento chiarisce che la titolarità effettiva si basa su due criteri - proprietà e controllo - che devono essere entrambi analizzati per identificare tutti i titolari effettivi di tale soggetto giuridico o di diversi tipi di soggetti, compresi i soggetti non UE quando fanno affari o acquistano beni immobili nell'UE. La soglia di rilevanza della titolarità effettiva è fissata al 25%[8]. Il criterio della proprietà viene poi riferito sia alla cd. "proprietà diretta", sia alla cd. "proprietà indiretta", quando la titolarità della partecipazione superiore al 25 per cento del capitale del cliente, sia

[7] In tema, S. Carioni, *Il Regolamento europeo in materia di adeguata verifica della clientela. Alcune prime note a commento*, in *Notariato*, n. 4/2024, 428.

[8] E' peraltro previsto che la Commissione europea possa abbassare la soglia di partecipazione societaria per le società esposte a rischi più elevati di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, individuate dagli Stati membri anche tenendo conto del settore di attività, a norma dell'art. 8, par. 4, lett. c), della AMLD6.

posseduta per il tramite di società controllate, società fiduciarie o per interposta persona[9].

Quanto al criterio del controllo, il perimetro ne viene ampliato a dismisura, ricadendo nel concetto di "controllo con altri mezzi" anche "i rapporti tra familiari" e "il ricorso ad accordi formali o informali di nomina fiduciaria" (art. 53 AMLR).

Per alcune particolari categorie di soggetti (trust, organismi d'investimento collettivo), in relazione alla loro particolare natura e struttura, vengono dettate specifiche regole per l'individuazione del titolare effettivo (art. 57 – 61 AMLR), fermo restando il criterio residuale per il quale laddove "*la natura specifica di taluni soggetti giuridici, come associazioni, sindacati, partiti politici o chiese, non comporta un'identificazione significativa dei titolari effettivi sulla base di una partecipazione o dell'appartenenza*", i titolari effettivi sono individuati nei dirigenti di alto livello che esercitino il controllo sul soggetto giuridico (considerando 113 AMLR)[10].

Confermando quanto già previsto dalle direttive che lo hanno preceduto, il regolamento AMLR impone ai soggetti obbligati di effettuare una segnalazione di operazione sospetta alla FIU "*di propria iniziativa, quando il soggetto obbligato sa, sospetta o ha motivo ragionevole di sospettare che i fondi o le attività, indipendentemente dalla loro entità, provengono da attività criminose o sono collegati al finanziamento del terrorismo o ad attività criminose*" nonché "*di fornire alla FIU, su sua richiesta, tutte le informazioni necessarie*" (art. 69 AMLR). La novità è costituita dall'estensione dell'oggetto delle valutazioni di sospetto, che sono più limitate ai "fondi", ma allargate alle "attività" e alla previsione di termini stringenti per la risposta

[9] La proprietà indiretta è calcolata moltiplicando le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene, a meno che non si applichi l'articolo 54 (cfr. art. 52 AMLR). Ai fini della valutazione dell'esistenza di una partecipazione nella società, si tiene conto di tutte le partecipazioni azionarie a ogni livello di proprietà.

[10] Sui molteplici problemi che solleva l'insidiosa ricerca del titolare effettivo, si veda per tutti G. Arcella, S. Carioni, M. Nastri e L. Piffaretti, *La ricerca del titolare effettivo*, Studio 1.2023 B, della Commissione Antiriciclaggio del Consiglio Nazionale del Notariato.

alle richieste della FIU (5 giorni, riducibili sino a 24 ore)[11].

Il regolamento prevede anche che siano trasmesse alle FIU talune segnalazioni che prescindono da valutazioni di sospetto (c.d. comunicazioni oggettive), come nei nei casi di operazioni su determinati beni di valore elevato (art. 74 AMLR)[12] o relative ai pagamenti o depositi effettuati in contanti presso i locali di banche, emittenti di moneta elettronica e prestatori di servizi di pagamento per importi superiori ai 10.000 euro (art. 80, par. 4, AMLR).

Infine, con riguardo ai pagamenti in contanti, viene fissato per tutti i Paesi UE un limite massimo di 10 000 EUR, indipendentemente dal fatto che la transazione sia effettuata con un'operazione unica o con diverse operazioni che appaiono collegate. Resta salva la possibilità Stati membri di imporre un limite massimo inferiore, se lo desiderano (art. 80 AMLR). In ogni caso, i soggetti obbligati dovranno identificare e verificare l'identità di una persona che effettua un'operazione occasionale in contanti di importo compreso tra 3 000 EUR e 10 000 EUR.

6. L'ultimo tassello dell'AML/CFT Package è costituito dalla VI Direttiva (Direttiva (UE) 2024/1640) (il cui termine di recepimento è fissato al 10 luglio 2027), che tra i suoi profili maggior rilievo annovera la disciplina relativa a l'istituzione,

[11] L'art. 69, par.2, AMLR precisa che il sospetto "*si basa sulle caratteristiche del cliente e delle sue controparti, sulle dimensioni e sulla natura dell'operazione o dell'attività, o sui relativi metodi e modelli, sul legame tra diverse operazioni o attività, sull'origine, sulla destinazione o sull'uso dei fondi o su qualsiasi altra circostanza nota al soggetto obbligato, compresa la coerenza dell'operazione o dell'attività con le informazioni ottenute a norma del capo III, come anche con il profilo di rischio del cliente*". L'AMLA, per agevolare la rilevazione di sospetti da parte dei soggetti obbligati, emanerà entro il 10 luglio 2027, "orientamenti sugli indicatori di attività o comportamenti sospetti". Il riconoscimento di tale prerogativa in capo all'AMLA non pregiudica la possibilità, per le FIU, di emanare orientamenti o indicatori in materia di rischi e metodi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo individuati a livello nazionale. Inoltre, considerata la continua evoluzione del contesto di rischio, gli orientamenti adottati dall'AMLA dovranno essere periodicamente riesaminati e aggiornati (art. 69, par. 5).

[12] ln particolare, le persone che commerciano beni di valore elevato sono tenute a segnalare alle FIU (nei termini stabiliti da queste ultime) tutte le operazioni di acquisto, per scopi non commerciali, di veicoli a motore a un prezzo pari almeno a 250.000 euro, nonché di imbarcazioni o aeromobili a un prezzo pari almeno a 7.500.000 euro. Inoltre, gli enti creditizi e finanziari che offrono servizi di acquisto o trasferimento della proprietà dei predetti beni segnalano a loro volta alla FIU tutte le operazioni della specie che effettuano per conto dei propri clienti.

l'organizzazione, i requisiti, i poteri di accesso, che devono avere in ciascuno stato membro dell'UE le FIU, nonché lo scambio di informazioni e le analisi congiunte tra le stesse.

La FIU è definita come "l'unità centrale nazionale unica responsabile per la ricezione e l'analisi delle segnalazioni trasmesse dai soggetti obbligati e delle eventuali altre informazioni collegate al riciclaggio (cfr. art. 19)[13].

In particolare la funzione di analisi finanziaria delle FIU consiste nello svolgimento di: a) un'analisi operativa incentrata su singoli casi e ambiti specifici o su informazioni adeguatamente selezionate, in ordine di priorità in base al rischio, al tipo e al volume delle informazioni ricevute e dell'uso cui esse sono preordinate dopo la comunicazione; b) un'analisi strategica volta a individuare tendenze e schemi del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo e la relativa evoluzione.

Gli Stati membri provvedono affinché le FIU forniscano ai supervisori nazionali (quando la supervisione non sia direttamente affidata all'AMLA), spontaneamente o su richiesta, informazioni che possono essere pertinenti ai fini della supervisione antiriciclaggio.

Ciascuno Stato membro ha già istituito un'unità di informazione finanziaria (FIU) per prevenire, segnalare e combattere il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo.

In base alla Direttiva, per lo svolgimento della loro attività, le FIU devono avere accesso immediato e diretto alle informazioni finanziarie, amministrative e investigative, comprese, tra l'altro, le informazioni fiscali, le informazioni su fondi e altri beni congelati a seguito di sanzioni finanziarie mirate, le informazioni su trasferimenti di fondi e trasferimenti di cripto attività, i registri nazionali dei veicoli a motore, degli aeromobili e delle unità da diporto, i dati doganali e i registri nazionali delle armi.

[13] Per una panoramica, anche in chiave evolutiva, sulla UIF italiana, per tutti si veda C. Clemente e I. Borrello, *Unità di informazione finanziaria per l'Italia*, in AA.VV., *La normativa in materia di antiriciclaggio: autorità, regole e controlli*, a cura di G. Castaldi e C. Clemente, Quaderni dell'antiriciclaggio dell'UIF, n. 20, febbraio 2023, 63 ss.

Alle FIU la Direttiva riconosce il potere di sospendere o rifiutare il consenso a un'operazione sospetta, allo scopo di tutelare i fondi coinvolti, effettuare le dovute analisi, valutare i sospetti e comunicare i risultati alle autorità competenti per permettere l'adozione di misure appropriate.

Resta confermato infatti che le FIU continuino a comunicare informazioni alle autorità competenti incaricate di combattere il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo, comprese le autorità con un ruolo investigativo, di procura o giudiziario.

La Direttiva interviene altresì interviene in tema di organizzazione ed accessibilità dei registri dei titolari effettivi. Le informazioni trasmesse al registro centrale dovranno essere verificate. I soggetti o gli istituti associati a persone o entità oggetto di sanzioni finanziarie mirate dovranno essere segnalati.

La direttiva conferisce agli organismi responsabili dei registri il potere di effettuare ispezioni nei locali dei soggetti giuridici registrati, in caso di dubbi circa l'accuratezza delle informazioni in loro possesso.

Il testo stabilisce inoltre che, oltre alle autorità di supervisione e pubbliche e ai soggetti obbligati, possono accedere ai registri**,** tra l'altro, persone del pubblico aventi un interesse legittimo**,** tra cui la stampa e la società civile.

Al fine di agevolare le indagini sui piani criminali riguardanti beni immobili, la direttiva garantisce infine che anche i registri immobiliari siano accessibili alle autorità competenti attraverso un punto di accesso unico, mettendo a disposizione, ad esempio, informazioni su prezzo, tipo di proprietà, dati storici e gravami quali ipoteche, restrizioni giudiziarie e diritti di proprietà

7. L'AML Package rappresenta il primo tentativo di uno sforzo coordinato, per addivenire a una politica antiriciclaggio unica sia sotto il profilo delle attività che delle istituzioni.

Permangono tuttavia molteplici profili di criticità o problematicità e censirli tutti richiederebbe ben più tempo di quello concesso dalla vostra pazienza e dal tempo

residuo destinatomi dagli organizzatori di questo incontro.

Proverei ad enuclearne alcuni, tra quelli di maggiore rilevanza.

Innanzi tutto, abbiamo detto come fulcro del nuovo quadro normativo armonizzato a livello europeo è la nuova Autorità antiriciclaggio europea, che agirà nella doppia veste di supervisore europeo e di Meccanismo di supporto e coordinamento delle FIU.

Al riguardo, come anche è stato sottolineato dal Direttore della nostra UIF[14], è indispensabile presidiare il rischio che il modello europeo non sia allineato alle migliori prassi e che lo sforzo di integrazione e di partecipazione attiva all'AMLA non sottragga risorse per il necessario sviluppo dei sistemi nazionali nella direzione sopra indicata. Va anche posta la necessaria attenzione affinché la tumultuosa e positiva evoluzione dei sistemi di pagamento in corso non sia utilizzata dai criminali per rendere più ardua la ricostruzione dei flussi finanziari illeciti e l'AMLA sarà chiamata a dare un contributo decisivo in tale direzione

In secondo luogo, resta in qualche misura liquida, se non irrisolta, la questione del bilanciamento tra esigenze di trasparenza sottese alla nozione "antiriciclaggio" e alla riconoscibilità del titolare effettivo e le esigenze di "riservatezza" o segretezza, legate alla tutela dei singoli. Va infatti ricordato che l'interesse a "non comparire", è di per sé non illecito, in quanto l'ordinamento tutela tanto il principio della trasparenza quanto quello della privacy.

La tensione tra queste due opposte esigenze ha avuto il suo apice nella nota sentenza del 22 novembre 2022 della Corte di Giustizia UE (cause riunite C-37/20 e C-601/20). In particolare, La Corte, riunita in Grande Sezione, ha dichiarato l'invalidità, alla luce della Carta dei Diritti Fondamentali dell'UE, della disposizione della IV direttiva antiriciclaggio (dir. UE 2015/849) ai sensi della quale gli Stati membri provvedono affinché le informazioni sulla titolarità effettiva delle società e delle altre entità giuridiche costituite nel loro territorio siano accessibili in ogni caso al pubblico. Ad

[14] E. Serata, *Presentazione del Rapporto Annuale 2023*, UIF 26.06.2024, 16.

avviso della Corte, l'accesso del pubblico alle informazioni sulla titolarità effettiva costituisce una grave ingerenza nei diritti fondamentali al rispetto della vita privata e alla protezione dei dati personali, rispettivamente sanciti agli articoli 7 e 8 della Carta. Infatti, le informazioni divulgate consentono a un numero potenzialmente illimitato di persone di informarsi sulla situazione materiale e finanziaria del titolare effettivo. Inoltre, le potenziali conseguenze per le persone interessate derivanti da un eventuale uso abusivo dei loro dati personali sono aggravate dalla circostanza che, una volta messi a disposizione del pubblico, tali dati possono essere non solo liberamente consultati, ma anche conservati e diffusi.

Tale pronunciamento ha avuto una ricaduta sulla stesura e sulla entrata in vigore del Registro dei titolari effettivi presso il Registro Imprese. In Italia, ad esempio, l'entrata in vigore del Registro dei titolari effettivi è stata più volte sospesa dal Giudice Amministrativo e una decisione definitiva è attesa entro la fine del 2024.

Al di là dell'esito definitivo di tale vicenda, non si può fare a meno di rimarcare la necessità di giungere ad un sostanziale punto di equilibrio che tenga conto sia degli interessi delle parti ricorrenti, sia della necessaria istituzione di uno strumento che possa supportare i soggetti obbligati alla disciplina antiriciclaggio nelle proprie attività di adeguata verifica così da perseguire in modo più efficiente l'obiettivo di collaborazione attiva invocato dal Legislatore.

Ma proprio questo (quello dei limiti e dei confini della collaborazione attiva) è un altro dei punti di maggiore criticità della disciplina, nell'attrito che si crea tra approccio basato sul rischio e proporzionalità.

Da molti si ritiene infatti che l'obbligo di collaborazione attiva non può spingersi fino al punto tale da investire i soggetti obbligati della "sostanziale qualifica" di agenti d'indagine o a imporre di mettere in atto (sotto il profilo passivo) presidi organizzativi, talora meramente formali e costosi, svincolati da un criterio di proporzionalità[15].

[15] Sul tema della proporzionalità nell'applicazione della disciplina antiriciclaggio si veda, tra gli altri, M. Nastri, *Il dito, la luna e l'eterogenesi dei fini: riflessioni sul ruolo del notaio nell'antiriciclaggio*, in *Notariato* n. 2/2023, 611.

Per altro, la proporzionalità - quale criterio per l'esercizio delle competenze dell'Unione (cfr. art. 5 TUE) e parametro cui tutta la regolamentazione europea dovrebbe essere ispirata - è ampiamente richiamata nella disciplina dell'AML package sotto molti specifici aspetti (proporzionalità delle sanzioni, proporzionalità delle consultazioni, proporzionalità nella regolamentazione, ecc).

In particolare, in via generale, il considerando 174 del regolamento AMLR precisa che " *poiché l'obiettivo del presente regolamento, vale a dire prevenire l'uso del sistema finanziario dell'Unione a scopo di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, non può essere conseguito in misura sufficiente dagli Stati membri e, a motivo della portata o degli effetti dell'azione in oggetto, può essere conseguito meglio a livello dell'Unione, quest'ultima può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito all'articolo 5 TUE. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tale obiettivo in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo*".

La speranza è che la declinazione di questo principio nelle misure di esecuzione e di attuazione che dovrà assumere la Commissione e nell'esercizio concreto della vigilanza da parte delle Autorità sia effettiva e in linea con quanto nei regolamenti prospettato.

Marco Sepe

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Roma Unitelma Sapienza

IL *DIRECT LENDING* COME STRUMENTO DI FINANZA ALTERNATIVA. QUALI PROSPETTIVE IN AMBITO EUROPEO *

(Direct lending as an alternative finance tool. Which prospects in the European context")

ABSTRACT: *Il proposito della presente ricerca è indagare se e in che modo lo strumento del direct lending possa essere considerato un canale di finanza alternativa tramite la costituzione di un safe asset europeo all'interno del progetto per la creazione della Capital Markets Union. Saranno, dunque, approfonditi i profili sistematici della figura del direct lending -caratterizzato dalle sue analogie con l'istituto tipico del mutuo- al fine di concretizzazione di un safe asset a livello sovranazionale. Ciò, naturalmente, tenendo in considerazione i limiti imposti dalla Commissione europea, con specifico riguardo agli aiuti di stato.*

The purpose of this research is to investigate whether and how the tool of direct lending can be considered an alternative finance channel through the establishment of a European safe asset within the project for the creation of the Capital Markets Union. The systematic profiles of the direct lending model will therefore be explored—characterized by its similarities with the typical mortgage institution—in order to materialize a safe asset at the supranational level. This will, of course, take into account the limits imposed by the European Commission, with specific regard to state aid rules.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le iniziative istituzionali a sostegno della tesi di un *safe asset europeo*. - 3. Inquadramento sistemico dello strumento del *Direct Lending.* – 4. La costituzione di un nuovo *safe asset* europeo: possibili profili di incompatibilità normativa. – 5. Conclusioni.

* Contributo approvato dai revisori.

1. Il proposito della presente indagine è indagare se e in che modo lo strumento del *direct lending* possa essere considerato un canale di finanza alternativa[1] tramite la costituzione di un *safe asset europeo* all'interno del progetto per la creazione della *Capital Markets Union*. Il perseguimento di tale scopo verrà realizzato tramite l'approfondimento dei profili sistematici della figura del *direct lending* -caratterizzato dalle sue analogie con l'istituto tipico del mutuo- e la possibile concretizzazione di un *safe asset* a livello sovranazionale. Ciò, naturalmente, tenendo in considerazione i limiti imposti dalla Commissione europea, con specifico riguardo agli aiuti di stato.

Tale analisi cerca, infatti, di evidenziare l'importanza della finanza alternativa all'interno del sistema, come ricorda Einaudi, "la finanza bancaria da sola non è sufficiente a garantire la stabilità e la crescita economica, se non è accompagnata da politiche economiche e sociali adeguate"[2].

Come tutti sappiamo, il 30 settembre 2015, la Commissione Europea lanciava il "*Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*"[3] con l'obiettivo di

[1] Per un'analisi della disciplina in materia di finanza alternativa sia consentito un rinvio a FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2023, in cui l'A. afferma che "Si ripropone in termini nuovi lo scenario da tempo all'attenzione dei giuristi interessati all'analisi dell'impatto della cibernetica sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte si apre alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza. Il programma di riforme che l'Unione prefigura essenziale per una duratura ripresa economica si compendia nella ricerca delle forme tecniche da utilizzare per conseguire gli obiettivi avuti di mira". "Nell'ultimo decennio la letteratura giuridica ha dedicato particolare attenzione al fenomeno del crowdfunding, quale forma di finanza alternativa alla strumentazione tradizionale utilizzata per sovvenire alle esigenze delle piccole e medie imprese che, a seguito della crisi degli anni 2007 e seguenti, hanno dovuto affrontare il problema di superare le difficoltà derivanti da una diffusa restrizione del credito bancario". Ed ancora, secondo l'A. "Se ne deduce il progressivo incremento del processo d'intermediazione bancaria in atto da alcuni decenni, nonché l'ineludibile esigenza degli appartenenti a tale settore di riuscire a fronteggiare l'ingresso sui mercati di start-up tecnologiche, le quali - avvalendosi di moderni strumenti informatici e della incertezza del quadro regolamentare di riferimento - potrebbero costituire una valida alternativa alle medesime".

[2] La citazione è di L. EINAUDI, *Prediche Inutili*, Torino, 1956.

[3] Si veda "*Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*" del 30.9 2015. Ad ogni modo, occorre rappresentare che, se attraverso la visualizzazione dei principali KPI elaborati nel report annuale dell'AFME "Capital Markets Union: Key Performance Indicators", è possibile notare chiaramente come, nel medio termine, l'Unione Europea non abbia compiuto progressi significativi nel migliorare la profondità dei suoi mercati dei capitali. I dati mostrano che, nonostante alcuni miglioramenti marginali, l'UE continua a rimanere indietro rispetto a Stati Uniti e Regno Unito in termini di competitività globale. Il divario tra i mercati resta netto, indicando

creare un'Unione dei Mercati dei Capitali, ovvero un mercato europeo dei capitali unico per tutti gli stati membri caratterizzato da forti collegamenti tra risparmio e crescita, capace di fornire maggiore scelta e migliori rendimenti a consumatori e investitori e di offrire alle imprese maggiori opzioni di finanziamento (anche in alternativa al prestito bancario) nelle varie fasi del loro sviluppo.

Invero, la realizzazione della CMU passava, necessariamente, per un profondo ripensamento dell'infrastruttura giuridica applicabile al mercato dei capitali, al fine di introdurre previsioni normative e rimuovere gli ostacoli normativi per supportare finanziamenti alle *start-up*, la digitalizzazione e progetti *green*; nonché, facilitare investimenti transfrontalieri; mobilitare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso; semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati aperti al pubblico.

Al fine di valutare lo *status* di attuazione della CMU risultano emblematiche le parole del governatore della Banca d'Italia, Fabio Panetta, che sulle pagine dell'"ECB Blog"[4] ha sottolineato l'insufficienza delle misure messe in campo per la realizzazione della CMU e la conseguente necessità per l'Europa di pensare più "in grande". Infatti, come emerge dai dati analizzati nel corso di tale trattazione, il mercato dei capitali europeo rimane ancora molto frammentato e meno sviluppato rispetto a quello di altre economie avanzate, basti pensare che nell'area-euro, i mercati obbligazionari in percentuale del PIL risultano essere tre volte più piccoli rispetto a quelli degli Stati Uniti.

Infine, è opportuno evidenziare che le Istituzioni europee stanno conferendo particolare attenzione all'istituto della cartolarizzazione; più specificatamente, la

la necessità di ulteriori riforme strutturali e politiche per rafforzare la posizione dell'UE nel panorama finanziario internazionale. Questi risultati suggeriscono che l'UE deve intensificare gli sforzi per sviluppare un mercato dei capitali più integrato e competitivo, capace di sostenere meglio l'economia del continente e di attirare maggiori investimenti internazionali. Il report è disponibile al seguente sito internet https://www.afme.eu/publications/reports/details/capital-markets-union-key-performance-indicators--sixth-edition-2023

[4] Si veda "*Europe needs to think bigger to build its capital markets union*" disponibile al seguente sito internet https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog230830~cfe3be09 60.en.html

Commissione Europea ha avviato una consultazione mirata sull'attuale quadro normativo UE in materia di cartolarizzazioni, nonché relativamente all'evoluzione delle possibili modifiche nell'ambito dell'imminente revisione del quadro normativo.

La consultazione riguardava alcune domande sono di carattere generale, altre rivolte a specifici partecipanti al mercato delle cartolarizzazioni, ossia emittenti, investitori o autorità di vigilanza; essa mirava a raccogliere i pareri e le testimonianze delle parti interessate, che hanno a che fare con l'attuale quadro normativo dell'UE in materia di cartolarizzazione e con le sue successive modifiche, nonché con l'evoluzione delle possibili modifiche nell'ambito dell'imminente revisione del quadro normativo[5]. Il documento di consultazione contiene domande su vari aspetti del regolamento sulla cartolarizzazione e del quadro prudenziale e chiede un *feedback* su un'ampia gamma di questioni, tra cui: l'efficacia del quadro di cartolarizzazione; l'ambito di applicazione del regolamento sulla cartolarizzazione; i requisiti di diligenza; i requisiti di trasparenza e la definizione di cartolarizzazione pubblica; la vigilanza; lo standard STS; la piattaforma di cartolarizzazione; il trattamento prudenziale e di liquidità della cartolarizzazione per le banche.

2. È il caso di precisare che tale ricerca nasce da diversi studi effettuati a livello nazionale ed europeo; in particolare, l'analisi effettuata da Giovanni Sabatini, direttore generale dell'ABI[6], ha sottolineato l'esigenza di superare la "dicotomia tra unione dei mercati dei capitali e unione bancaria" dove il ricorso al mercato dei capitali è visto come meramente alternativo al finanziamento bancario.

Egli si propone, quindi, un cambio di visione radicale teso alla costruzione di un'unione dei mercati finanziari europei, in relazione al quale il mercato dei capitali, il mercato del credito e il mercato assicurativo costituiscono dei "sottoinsiemi, dei

[5] È scaduta il 4 dicembre e si attendono i risultati.

[6] Si vedano "*L'unione dei mercati finanziari europei, una diversa prospettiva*" pubblicato sul Sole 24 Ore del 3-4-2024 e "*Proposte per il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni in Europa*" pubblicato su Milano Finanza il 12-4-2024.

segmenti del più ampio mercato finanziario, tra loro necessariamente connessi e complementari".

Inoltre, Enrico Letta, *ex* presidente del consiglio italiano, nel presentare il rapporto "*Much More Then a Market*"[7] ha sottolineato come "il tentativo di creare l'Unione dei mercati dei capitali nell'ultimo decennio non ha avuto successo, tra le altre cause, perché è stato percepito come fine a se stesso. La vera integrazione dei mercati finanziari in Europa non si realizzerà fino a quando i cittadini e i politici europei non riconosceranno che tale integrazione non è semplicemente vantaggiosa per la finanza in sé, ma è fondamentale per raggiungere obiettivi generali altrimenti irraggiungibili, come la transizione equa, verde e digitale".

Da ultimo e, nella medesima prospettiva dei Documenti pubblicati negli scorsi mesi, lo scorso 9 settembre è stato pubblicato il Report, "*The future of European compettiveness*" redatto da Mario Draghi, il quale evidenziale che sia "indubbio che l'emissione di un safe asset comune renderebbe la CMU molto più facile da realizzare e più completa. n primo luogo, faciliterebbe la determinazione uniforme dei prezzi delle obbligazioni societarie e dei derivati fornendo un parametro di riferimento fondamentale, contribuendo a sua volta a standardizzare i prodotti finanziari in tutta l'UE e rendendo i mercati più trasparenti e comparabili. In secondo luogo, fornirebbe un tipo di garanzia sicura che può essere utilizzata in tutti gli Stati membri e in tutti i segmenti di mercato, nelle attività delle controparti centrali e negli scambi di liquidità interbancari, anche su base transfrontaliera. In terzo luogo, un'attività sicura comune fornirebbe un mercato ampio e liquido che attirerebbe gli investitori a livello globale, portando a una riduzione dei costi del capitale e a mercati finanziari più efficienti in tutta l'UE"[8].

Il documento viene pubblicato alla luce della relazione di Christian Noyer, della relazione di Enrico Letta e della relazione di Mario Draghi come strumento per

[7] Il *report* è disponibile al seguente sito internet https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf

[8] Il *report* è disponibile al seguente sito internet https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en#paragraph_47059

rafforzare la capacità di prestito delle banche europee, per creare mercati dei capitali più profondi, per costruire l'Unione europea del risparmio e degli investimenti e per aumentare la competitività dell'UE.

3. In tale contesto appare opportuno evidenziare che lo strumento del *direct lending*[9], proprio in virtù dell'obiettivo di sostegno alle Piccole e Medie Imprese, risulta essere coerente con i principi e le finalità della *Capital Markets Union*.

In particolare, la disciplina del *direct lending è stata* introdotta dalla Legge 130/99; nel 2014[10] (art. 1, commi 1-*ter* e 1-*quater*) è stata rivista la normativa con l'obiettivo di favorire il finanziamento ed il sostegno delle imprese italiane tramite cartolarizzazione e *funding* del mercato dei capitali. In particolare, con il menzionato Decreto è stata resa possibile l'erogazione di prestiti alle imprese da parte delle società di cartolarizzazione, anche tramite una *"fronting bank"*, *i.e.* una banca o un intermediario finanziario autorizzato iscritto nell'albo di cui all'art. 106 del Decreto Legislativo 385/1993. In tale caso, tuttavia, i titoli emessi dalla SPV a fronte dell'erogazione di tali finanziamenti devono necessariamente essere destinati ad investitori qualificati.

Siffatta tecnica prevede la preventiva individuazione delle singole PMI da parte di un ente bancario che, nell'ambito dell'operazione in parola, ricoprirà dunque anche

[9] La AIFMD II (modifica delle direttive 2011/61/UE ("AIFMD") e 2009/65/CE ("Direttiva UCITS IV") per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi, "FIA") mira a dettare una disciplina armonizzata dell'attività di concessione di prestiti da parte dei FIA al fine di facilitare l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese dell'UE, garantire un livello uniforme di protezione degli investitori e affrontare al contempo i potenziali rischi microprudenziali e macroprudenziali che potrebbero derivare da tale attività. In linea generale, la AIFMD 2 impone nuovi obblighi per i FIA che svolgono attività di concessione di prestiti prevedendo una definizione di *loan origination* volta a ricomprendere non solo la concessione di prestiti effettuata direttamente dal FIA in qualità di prestatore originario, ma anche quella effettuata indirettamente attraverso un terzo o una società veicolo, che conceda un prestito per o per conto del FIA, o per o per conto del GEFIA rispetto al FIA, laddove il GEFIA o il FIA partecipi alla strutturazione del prestito, o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sul prestito.

[10] Decreto Legge145/2013, c.d. Decreto Destinazione Italia (convertito in legge dalla Legge 9/2014) e Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto Competitività (convertito in legge dalla Legge 116/2014).

il ruolo di *sponsor*[11]. È prevista poi, per la cartolarizzazione *direct lending*, l'emissione, da parte della SPV, di titoli ABS in un'unica *tranche*; sicché tale operazione non rientra nell'ambito di applicazione della *Securitisation Regulation* di cui al citato Regolamento sulle cartolarizzazioni (UE) 2017/2402, il quale si applica esclusivamente ad operazioni aventi due o più *tranche*.

Al fine, dunque, del verificarsi dell'operazione di *direct lending*, è necessaria la sottoscrizione di un'unica *tranche* di titoli da parte della banca quale *sponsor* per un ammontare pari almeno al 5% del totale nominale dei medesimi e di un investitore terzo, per il restante importo. Consegue l'impiego, da parte della SPV, del prezzo di sottoscrizione dei titoli - da corrispondersi da parte della banca *sponsor* e dell'investitore terzo alla SPV - per l'erogazione di finanziamenti alle PMI.

Alla scadenza, i titoli saranno rimborsati nei limiti dei flussi finanziari generati dai finanziamenti erogati dalla SPV.

È solo il caso di precisare, in ultima analisi, che la banca *sponsor* (presso cui vengono aperti i conti della SPV) potrà anche ricoprire il ruolo di *servicer* dell'operazione.

Evidente, dunque, è stato l'intento del legislatore di ampliare i canali di finanziamento in favore di alcune categorie di operatori economici, tenuto conto che è stata attribuita direttamente alle SPV la facoltà di concedere finanziamenti «*anche contestualmente e in aggiunta*» alle operazioni di cartolarizzazione derogando, di fatto, per tale via, alla riserva di legge in forza vigente in materia.

A ben vedere l'istituto del *direct lending* può essere paragonato all'istituto civilistico del contratto di mutuo[12]. In particolare, quest'ultimo, come è noto, è il

[11] Ai fini del mantenimento del significativo interesse economico nell'operazione richiesto dalla Legge n. 130 pari ad almeno il 5%.

[12] È doveroso fare un rinvio a: G. ASCARELLI**,** *Istituzioni di Diritto Civile*, Milano, 1956. In particolare, secondo l'A. Ascarelli sottolinea che il contratto di mutuo è regolato da norme che riguardano principalmente il diritto di credito, la restituzione del prestito e gli eventuali interessi dovuti. Un aspetto importante che viene trattato riguarda la natura obbligatoria del contratto, cioè l'obbligo per il mutuatario di restituire la stessa quantità di denaro o beni ricevuti in prestito. Questo implica anche che il mutuo

contratto con il quale una parte (mutuante) consegna all'altra (mutuatario) una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità (art. 1813 c.c.).

4. Ad oggi il panorama europeo non può annoverare la presenza di un safe asset comune che conferisca stabilità ed omogeneità al mercato finanziario. Attualmente nel mercato europeo vi è una situazione frammentata in cui sono presi come riferimento i diversi *bond* governativi emessi dai diversi Stati Membri, con la conseguenza che la fluttuazione dei diversi valori delle emissioni nazionali comporta e determina diversi effetti a livello europeo.

La costruzione di un nuovo *safe asset* europeo potrebbe quindi passare per la realizzazione di una cartolarizzazione in cui le *tranche senior* emesse da un veicolo di cartolarizzazione siano garantite da una garanzia sovranazionale europea (magari rilasciata dalla BEI/FEI)[13]. Tale tipologia di cartolarizzazione potrebbe rifarsi alle esperienze già attuate in Italia con la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS)[14], tramite la L. 8 aprile 2016 n. 49, che ha convertito in legge il D.L. 14 febbraio

può essere garantito, come nel caso del mutuo ipotecario, dove l'immobile diventa una garanzia per il credito concesso.

[13] Per una disamina circa il *design* di un *safe asset* europeo per il tramite di emissioni di E-bond si rinvia a: G. GIUDICE, M. DE MANUEL, Z. KONTOLEMIS, D. P. MONTEIRO, *A European safe asset to complement national government bonds*, august, 2019, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3447173 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3447173

[14] La GACS è una garanzia incondizionata, irrevocabile, a prima richiesta che veniva rilasciata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano (MEF) a beneficio del detentore dei titoli "senior" emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui alla legge 130/1999 (Legge 130), a fronte della cessione da parte di banche e di intermediari finanziari, aventi sede legale in Italia, di crediti pecuniari classificati come sofferenze.
Al fine di poter beneficiare della GACS, l'operazione di cartolarizzazione doveva essere strutturata in linea con quanto previsto dalla normativa italiana (ivi inclusi i decreti attuativi emanati dal MEF) e in particolare prevedere, *inter alia*, l'emissione di almeno due classi diverse di titoli fermo restando che la GACS può essere concessa solo sui titoli senior, a condizione che questi abbiano previamente ottenuto un livello di rating non inferiore a BBB o equivalente; il trasferimento di crediti alla società cessionaria per un importo non superiore al loro valore contabile netto (valore lordo al netto delle rettifiche); che la GACS divenisse efficace solo qualora la società cedente avesse trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior (e, se emessi, dei titoli *mezzanine*) tali da consentire la *derecognition* dei crediti cartolarizzati dalla contabilità della società cedente e, a livello consolidato, del gruppo bancario della società cedente; il soggetto incaricato della riscossione dei

2016 n. 18.

Sulla scorta dell'esperienza italiana anche altri stati europei (i.e. la Grecia, tramite approvazione della legge 4649/2019 che ha introdotto la garanzia sulle sofferenze denominata "Hellenic Asset Protection Scheme" – (HAPS)) ed extra-europei (i.e. la Repubblica di San Marino, tramite approvazione della garanzia sulle sofferenze contenuta nella legge 30 agosto 2021) hanno introdotto nei rispettivi ordinamenti sistemi di sostegno statale nell'ambito di cartolarizzazioni di sofferenze bancarie.

A ben vedere, il nuovo *safe asset* europeo potrebbe quindi ricalcare l'esperienza GACS nonché le indicazioni della Commissione UE e quindi prevedere un'operazione di cartolarizzazione nella quale si crei una società veicolo che acquista i crediti e per finanziare il prezzo di acquisto dei crediti emette titoli in almeno due *tranche* di titoli (i.e. la *tranche senior* e la *tranche junior*) ed, eventualmente, la presenza di una *tranche mezzanine*; la garanzia europea coprirà solo la *tranche senior* emessa nell'ambito della cartolarizzazione; e, infine, è necessario che il titolo *senior* sia stato sottoposto a merito da parte di una o più agenzie di *rating*.

Inoltre, la cartolarizzazione dovrà essere strutturata secondo delle caratteristiche precipue da individuarsi nell'ambito della normativa europea. In particolare, tale normativa dovrà prevedere il costo della garanzia europea che sarà rilasciata a favore dei portatori dei titoli *senior* e dovrà essere parametrato al fine di coprire potenziali perdite.

Allo stesso tempo, dovrà essere definita la tipologia di *asset* da cartolarizzare, dove potrebbero essere previste diverse tipologie di *asset class* da cartolarizzare da cui possa dipendere anche il valore del premio.

crediti ceduti fosse diverso dalla società cedente e non appartiene al suo stesso gruppo. La GACS può essere escussa dal detentore del titolo senior entro i nove mesi successivi alla scadenza dello stesso, nel caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi. Si tratta di una garanzia onerosa e il corrispettivo annuo della GACS è calcolato prendendo come riferimento i prezzi dei credit default swap per taluni emittenti italiani (indicati nel Decreto GACS) con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli garantiti.

Occorre far presente che la Commissione europea ha confermato più volte la decisione adottata nel 2016[15] quando valutò la garanzia in discorso in grado di integrare alcuni estremi della nozione di aiuto di Stato[16] ma compatibile con la normativa in parola perché soddisfaceva il principio dell'investitore di mercato.

Come è stato sottolineato nella citata decisione, ai sensi del punto 3.4. della Comunicazione 2008/C 155/02 in materia di aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie, la Commissione esclude la presenza di aiuto di Stato qualora ricorrano le seguenti condizioni: il regime è precluso a mutuatari che si trovino in difficoltà finanziarie; l'entità delle garanzie può essere correttamente misurata al momento della concessione. Questo significa che le garanzie devono riguardare operazioni finanziarie specifiche, per un importo massimo fisso e per un periodo di tempo limitato; le garanzie non assistono più dell'80% di ciascun prestito (o altra obbligazione finanziaria) in essere; le modalità del regime di garanzia sono basate su una valutazione realistica del rischio, di modo che i premi pagati dai beneficiari consentano, con ogni probabilità, l'autofinanziamento del regime stesso; l'adeguatezza del livello dei premi deve essere rivista almeno una volta l'anno sulla base del tasso effettivo di perdita del regime durante un periodo di tempo economicamente ragionevole; i premi applicati devono coprire sia i normali rischi inerenti alla concessione della garanzia sia le spese amministrative del regime nonché una remunerazione annua di un capitale adeguato, anche se questo non è affatto o è solo parzialmente costituito.

Pur non potendo escludere che nel caso della GACS Italiana, alcuni di tali condizioni potessero non essere soddisfatte, la Commissione ha reputato *in nuce* che la misura in parola non violasse la normativa in materia in quanto, ai sensi della citata Comunicazione 2008/C 155/02, «non si configura un aiuto di Stato qualora venga

[15] Cfr. Case SA.43390 (2016/N) – Italy – Italian securitization scheme, 10 February 2016, C(2016) 873 final

[16] Per costituire aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, una misura deve soddisfare quattro condizioni. In primo luogo, l'aiuto deve essere concesso da uno Stato membro o mediante risorse statali. In secondo luogo, la misura deve conferire un vantaggio selettivo a determinate imprese o alla produzione di determinati beni. In terzo luogo, la misura deve essere tale da incidere sugli scambi tra Stati membri. In quarto luogo, la misura deve falsare o minacciare di falsare la concorrenza nel mercato interno.

messa a disposizione una nuova fonte di finanziamento a condizioni che sarebbero accettabili per un operatore privato operante in circostanze normali di economia di mercato»[17].

È compito della Commissione accertare che il metodo per il calcolo della remunerazione "ensures that the remuneration of the guarantee to the State corresponds to the level and duration of the risk the State takes". Se ne deduce che la Commissione UE è tenuta a verificare il rispetto del criterio dell'investitore di mercato a condizione che l'intervento pubblico "does not bear any more risk than a private investor would have taken and paid for". Qualora lo Stato accettasse prezzi inferiori per la garanzia rispetto agli operatori di mercato, allora "this constitutes state aid"; in tal caso la misura posta in essere naturalmente deve essere valutata in accordo con l'impianto generale della normativa europea sugli aiuti di Stato e della *Bank Recovery and Resolution Directive*[18].

Allo stesso tempo, anche in considerazione della tipologia di *asset* ceduti, potrebbe ipotizzarsi una struttura come quella del *covered bond,* in cui la garanzia europea potrebbe assistere un *bond* emesso dalla banca e in cui la società veicolo (a cui gli *asset* sono ceduti), funga da (ulteriore) garante dell'operazione.

In detta prospettiva, sarebbe dunque opportuno far sì che i titoli di un'operazione di cartolarizzazione siano oggetto di safe asset europeo e, pertanto, risulterebbe necessario il coinvolgimento di un garante sovranazionale. Nel caso di specie, tale ente, il FEI, quale fornitore specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle PMI che opera da diversi anni nell'ambito delle cartolarizzazioni di crediti derivanti da prestiti erogati alle PMI. Come precedentemente segnalato, la creazione di una cartolarizzazione i cui titoli possano costituire un nuovo safe asset europeo necessita del coinvolgimento di un garante sovranazionale. Anche in questo caso, possiamo attingere dalle esperienze di successo realizzate nell'ambito dell'UE. È

[17] Comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie (2008/C 155/02).
[18] In questi termini Cfr. European Commission, *Press release*, *State aid: Commission approves impaired asset management measures for banks in Hungary and Italy*, Brussels, 10 febbraio 2016.

doveroso, quindi, segnalare che il FEI – quale fornitore specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle PMI – opera da diversi anni nell'ambito delle cartolarizzazioni di crediti derivanti da prestiti erogati alle PMI. Il FEI svolge le proprie attività utilizzando risorse proprie o fornite dalla BEI, dalla Commissione europea, dagli Stati Membri dell'UE o da altri soggetti terzi.

Nell'esperienza di mercato nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti (anche sintetica), vantati verso PMI, le garanzie sono rilasciate dal FEI – a condizioni di mercato – a favore dei sottoscrittori delle *tranche senior* o *mezzanine* dei titoli *asset-backed*. Si tratta di garanzie, irrevocabili e a prima richiesta, tese a coprire eventuali *shortfall* di pagamenti sui titoli garantiti.

È infine solo il caso di precisare che la presenza di una garanzia FEI permette al beneficiario della garanzia stessa di applicare ai titoli oggetto di garanzia una ponderazione pari allo 0%, essendo il FEI considerato (ai fini CRR) una Banca Multilaterale di Sviluppo.

5. Alla luce di tutto quanto sopra rappresentato, a nostro avviso, sarebbe dunque opportuno far sì che i titoli di un'operazione di cartolarizzazione siano oggetto di un *safe asset* europeo e, pertanto, risulterebbe necessario il coinvolgimento di un garante sovranazionale.

Come è stato evidenziato, nel caso rappresentato, tale ente potrebbe essere il FEI, quale fornitore specializzato in finanziamenti di rischio a favore delle PMI che opera da diversi anni nell'ambito delle cartolarizzazioni di crediti derivanti da prestiti erogati alle PMI.

Sempre più evidente l'esigenza dell'impellente creazione della CMU caratterizzata da stabilità e omogeneità e nel contesto della quale la cartolarizzazione possa assumere - anche grazie agli opportuni interventi normativi correttivi – un ruolo centrale quale nuovo *safe asset* europeo.

Si ritiene, dunque, che l'Europa debba raccogliere e vincere le sfide che l'attendono anche in relazione alla transizione *green,* il completamento dell'agenda digitale, affrontare la crisi ambientale e implementare e sostenere modelli incentrati sulla sostenibilità. Dette sfide, evidentemente, comportano importanti investimenti che richiederanno non solo l'intervento dei *player* bancari tradizionali ma anche di altre forme di finanziamento alternative ai canali tradizionali.

Sicché, tali nuove esigenze di *funding* possono essere affrontate anche mediante un migliore utilizzo del *tool* della cartolarizzazione, strumento flessibile e capace di creare un ponte tra il mercato bancario tradizionale ed il mercato dei capitali.

È, pertanto, necessario intervenire il prima possibile sul *framework* normativo esistente apportando le necessarie riforme invocate in premessa che possano potenziare e razionalizzare l'uso di tale strumento in ambito europeo nonché incentivare lo sviluppo di un nuovo *safe asset* europeo basato sull'emissione di titoli *asset-backed* con garanzia europea.

Patrizio Messina

Associato di Diritto dell'Economia

nell'Università Telematica "San Raffaele" di Roma

LA FINANZA NON BANCARIA: IL RUOLO DEL COMPARTO ASSICURATIVO*

(Non-bank finance: the role of insurance)

ABSTRACT: *L'elaborato analizza il ruolo del comparto assicurativo come canale di finanziamento alternativo a quello bancario approfondendo le ragioni del mancato utilizzo dello strumento del direct lending. Il lavoro pone l'interrogativo se banche e assicurazioni possano essere insieme strumenti utili sia alla diversificazione delle forme di finanziamento delle imprese, sia all'incremento dei finanziamenti stessi e al miglioramento dei processi di erogazione, approfondendo in particolare l'incidenza dell'assicurazione del rischio operativo sulla fissazione delle condizioni contrattuali.*

The paper analyses the role of insurance companies as a channel for financing enterprises and investigates the instrument of direct lending introduced by the Italian regulator in 2014, which has not been used by the market due to too many constraints. The work also investigates the relationship between operational risk insurance and lending to enterprises.

SOMMARIO: 1. Assicurazioni e finanza alternativa. - 2. Il direct lending assicurativo. - 3. Copertura dei rischi operativi e finanziamento alle imprese. – 4. Conclusioni.

1. Si assiste da tempo ad un'espansione operativa delle imprese di assicurazione che si caratterizzano sempre di più per un ampio grado di polifunzionalità nel contesto finanziario globale grazie alla loro capacità di attrarre investimenti mediante l'offerta di una vasta gamma di prodotti, e che mette peraltro in luce un interessante fenomeno: ossia mentre nel settore bancario il regolatore post crisi ha messo in campo iniziative

* Contributo approvato dai revisori.

volte a contenere e segmentare l'operatività creditizia, nel comparto del rischio si assiste ad un processo inverso. Il quesito che da ciò scaturisce riguarda quindi il ruolo che ha e che potrebbe avere il settore assicurativo come finanziatore di lungo periodo dell'economia reale nel quadro della *Capital Market Union*[1] e delle linee di azioni suggerite dal Rapporto Draghi[2].

Ciò posto, se è vero che "una delle partite finali del sistema finanziario occidentale si giocherà proprio sulla prevalenza tra settore bancario e settore assicurativo"[3], un primo interrogativo è se quest'ultimo canale, lasciando da parte le forme di garanzia offerte da SACE[4], possa essere davvero alternativo a quello bancario soprattutto alla luce del nostro modello - invero assai discusso e criticato[5] - di banca universale con la conseguente despecializzazione temporale che la caratterizza[6].

---

[1] Sulla *Capital Market Union*, *ex multis*, cfr. MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, Bari, 2021, p. 138 ss.; SUPINO, *Individuazione delle fonti di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union,* in *Contr. e impr.*, 2016, nn. 4-5, p. 495 ss.; GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Market Union,* in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, n. 1, p. 20 ss.; BROZZETTI, *La transizione verso la Capital market Union (CMU): la tappa del novembre 2021*, in RTDE, 2022, n. 2, p. 20 ss.; SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred*., 2016, n. 4, p. 481 ss.; JUNKER, *A New start for Europe: my Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 5 luglio 2014, al sito *www.europa.eu.* Per il profilo della clientela *retail*, cfr. ANNUNZIATA, *Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori retail*, in *RTDE*, 2021, n. 3, p. 709 ss.

[2] Cfr. DRAGHI, *Presentation of the report on the Future of European competitiveness*, Parlamento Europeo, Strasburgo, 17 settembre 2024, al sito *www.europa.eu.* Sul documento, v. POGGI, FABRIZZI, *Il nuovo "Whatever it takes". Il rapporto Draghi: ambizioni e difficoltà del futuro dell'Europa,* in *Federalismi.it*, 2024, n. 22, p. 4 ss.

[3] Cfr. ATTALI, *Domani, chi governerà il mondo*?, Parigi, 2012, p. 45.

[4] Cfr. MARCONI, *Politiche sociali, incentivi e sostegno alle attività aziendali*, in *Giornale di dir. amm*., 2024, n. 2, p. 180 ss.; FABIANI, RINALDI, *Il ruolo delle banche e delle compagnie di assicurazione*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, a cura di Cacciamani e Giudici, Milano, 2017, p. 91 i quali affrontano in particolare la questione del finanziamento diretto di SACE nel comparto del credito export di cui all'art. 3 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, cd. *Invest Compact.*

[5] Cfr. RISPOLI FARINA, PORZIO, *Il tramonto della banca universale?*, Napoli, 2017; CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume: Il tramonto della banca universale*?, in *RTDE*, 2024, n. 1, p. 1 ss.; SARTORI, *Attività bancaria e processi di transizione*, in *RTDE*, 2024, n. 2, p. 276 ss.; GLIOZZI, *La tutela del risparmio e la banca universale*, in *Giur. Comm*., 2016, n. 2, p. 6 ss.

[6] Cfr. FERRO-LUZZI, *Attività bancaria e attività delle banche*, in *Banca, impresa, società*, 1996, 8 s.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, 3a ed., Bologna, 2001, p. 180 s., 207 ss.; PORZIO, *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2007, p. 165 ss., spec. p. 167; BRESCIA MORRA, *L'attività dell'impresa bancaria*, in Brescia Morra-Morera, *L'impresa bancaria. (L'organizzazione e il contratto)*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da Perlingieri, Napoli, 2006, p. 1 ss., spec. p. 4 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il diritto del sistema finanziario*, in *Diritto commerciale*, II, a cura di Cian Torino, 2013, p. 828 ss.;

Come è noto, infatti, riducendo ad estrema semplicità la questione, le possibili prospettive di lettura del rapporto fra intermediari bancari e assicurativi sono sostanzialmente due: la prima è quella concorrenziale[7]; la seconda è quella della interattività e complementarietà fra i due comparti, che non vuole però essere una "commistione". Tale ultima opzione, seppur ipotizzata, è stata definita come assurda da un grande studioso[8] vista la diversità dei due canali, soprattutto sotto il profilo dell'orizzonte temporale prevalente[9] e delle logiche di contenimento e gestione del rischio utilizzate nella selezione delle opportunità di investimento che non sono necessariamente sovrapponibili.

Posto questo quadro d'insieme, la domanda è se banche e assicurazioni possano essere *insieme* strumenti utili sia alla diversificazione delle forme di finanziamento delle imprese, sia, ma forse soprattutto, all'incremento dei finanziamenti stessi e al miglioramento dei processi di erogazione. Oppure se le logiche competitive inevitabilmente limitino tali interazioni che rimangono mere interferenze senza diventare sinergie, fermandosi al fenomeno della bancassicurazione[10]; fenomeno quest'ultimo che riguarda però unicamente il mero aspetto distributivo e commerciale e che non impatta sull'attività e sui rischi assunti: la banca mette a disposizione la sua

URBANI, *Banca, attività bancaria, attività delle banche, l'attività bancaria in generale,* in *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Milano, 2020, p. 15 ss.

[7] Cfr. CORRIAS, *Le aree di interferenza delle attività bancaria e assicurativa tra tutela dell'utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario, in Giustizia civile*, 2015, n. 3, p. 617 ss.

[8] Cfr. SCHLESINGER, *Banche ed assicurazioni: due mestieri profondamente diversi. Considerazioni conclusive*, *Banche ed assicurazioni. Rapporti e prospettive di sviluppo in Italia*, a cura di Cesarini e Varaldo, Torino, 1992, p. 196 ss. In senso adesivo, NIGRO, *L'integrazione fra l'attività bancaria e l'attività assicurativa: profili giuridici*, in *Dir. Banca*, 1997, p. 192.

[9] Cfr. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2014*, Roma, 23 giugno 2015, p. 75.

[10] Cfr. MEZZASOMA, *Lo sviluppo del ruolo della Banca nella distribuzione di prodotti assicurativi. Analisi giuridica e studio dei profili economico- aziendali e fiscali della Bancassicurazione, anche alla luce di benchmark internazionali*, in *Dir. merc. ass. e finanz*., 2023, n. 6, p. 906 ss.; COVIELLO, *Il ruolo della bancassicurazione nella distribuzione di polizze assicurative*, 2010, n. 2, p. 201 ss.; CORRIAS, *Il fenomeno della bancassicurazione*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, I, Padova, 2010, p. 535 ss.; MAIMERI, *Il nuovo Codice delle assicurazioni: la distribuzione dei prodotti assicurativi da parte delle banche*, in *Bancaria*, 2006, 82 ss.; GAMBARO, *La* bancassurance *e le aspettative della clientela*, in *Dir. econ. ass*., 2011, 579 ss.; MARSICO, *Profili ricostruttivi in tema di distribuzione dei prodotti assicurativi. Un complesso equilibrio tra esigenze di armonizzazione di matrice euro-unitaria e tutela elastica degli assicurati*, in *Osservatorio dir. civile e commerciale*, 2024, n. 1, p. 183 ss.

rete di sportelli e la sua clientela per vendere prodotti assicurativi della compagnia *partner* in cambio di un compenso, restando ciascuna delle due parti a "fare il suo mestiere"[11].

In tale contesto, per cercare di dare una possibile risposta ai riferiti interrogativi sono assai significative due evidenze critiche. La prima è data dal sostanziale mancato ricorso, a dieci anni di distanza dalla sua introduzione, a quello strumento di finanziamento delle imprese voluto dal legislatore nel 2014 con il decreto competitività (art. 22 d.lgs. n. 91 del 24 giugno 2014)[12] con il quale, nel quadro delle misure volte a favorire il credito alle imprese, è stata concessa alle imprese di assicurazione (oltre che ai fondi e ai veicoli di cartolarizzazione) la facoltà di investire i propri attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche erogando finanziamenti diretti a soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese, con o senza l'intermediazione degli operatori bancari[13].

Il secondo profilo - il cui rilievo e grande attualità trova conferma nella segnalazione della questione nella relazione annuale della Banca d'Italia sul 2023[14] – è dato dalla circostanza per cui le banche italiane - soprattutto quelle di minori dimensioni - attribuiscono alle coperture assicurative dei rischi operativi stipulate dalle imprese un ruolo poco significativo e parziale nell'erogazione dei finanziamenti, e del tutto irrilevante nell'individuazione delle condizioni da applicare al contratto.

La questione che si pone per entrambi gli aspetti segnalati è individuare le

[11] Cfr. ROSSI, *Banche e Assicurazioni: un percorso comune per lo sviluppo*, Roma, 1° ottobre 2014, p. 8 ss.

[12] L'art. 22 del decreto competitività ha modificato l'art. 114 del TUB, aggiungendo il comma 2 *bis*: "Non configura esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma l'operatività, diversa dal rilascio di garanzie, effettuata esclusivamente nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese". Sull'art. 114 del TUB, cfr. CRISCUOLO, *Commento sub art. 114 TUB*, in *Commentario al testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, Milano, 2018, II, p. 1704 ss. L'art. 22 del decreto competitività ha altresì modificato l'art. 38 del CAP includendo i finanziamenti diretti negli attivi utilizzabili a copertura delle riserve tecniche.

[13] Cfr. TROIANO, *L'attività finanziaria delle imprese di assicurazione*, in *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, p. 660 ss.; MARINO, *Finanziamenti alle imprese. Il nuovo ruolo delle compagnie assicurazioni*, in *www.dirittobancario.it* , 17 settembre 2014

[14] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2023*, Roma, 31 maggio 2024, p. 177.

ragioni delle riferite criticità e soprattutto rintracciare i possibili strumenti per sviluppare il ruolo del comparto assicurativo come effettivo canale di accesso al credito per le imprese[15].

2. Per quanto riguarda il primo tema, il citato decreto competitività 2014 – nella linea segnata dal Decreto Destinazione Italia (d.l. 23.12.2013, n. 145, conv. in l. 21.2.2014, n. 9)[16], che aveva consentito alle imprese di assicurazione di acquistare minibond delle PMI[17] -, ha arricchito l'attività finanziaria delle imprese di assicurazione così concretizzando modelli destinati potenzialmente a comprimere la dimensione del comparto bancario, o quantomeno a porsi come una forma alternativa allo stesso[18]. E ciò a prescindere dall'effettiva ragione alla base della scelta legislativa: se effettivamente "estendere le fonti di finanziamento al sistema imprenditoriale" (come si legge nella relazione illustrativa del decreto)[19], o solo cercare di contenere lo *shadow banking*[20], contemperando il *trade-off* tra rischi e opportunità che il fenomeno presenta, in sostanza limitare i primi senza sacrificare le seconde.

In siffatto contesto, l'approccio utilizzato dal legislatore nel regolare il nuovo

[15] Per un inquadramento generale della questione, cfr. ANNUNZIATA, SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati di capitale*, in *Riv. soc.*, 2020, nn. 4-5, p. 572 ss.; SUPINO, *Individuazione delle fonti di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. e impr.*, 2016, nn. 4-5, p. 495 ss.

[16] Come accennato, il decreto competitività ha consentito alle compagnie di assicurazione di investire i propri attivi ammessi a copertura delle proprie riserve tecniche nei titoli obbligazionari riservati alle PMI, la cui emissione è stata disciplinata dal d.l. 22.06.2012, n. 83, convertito nella l. 7 agosto 2012, n. 134. Cfr. DI GUIDA, *Tavola rotonda*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese, a cura di Cacciamani e Giudici*, Milano, 2017, p. 105; MESSINA, *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, Bari, 2021, p. 150.

[17] Cfr. ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del nuovo contesto di mercato*, in *Rass. dir. pubbl. eur.*, 2024, n. 1, p. 57 ss.; GUIZZARDI, *La s.r.l. che si apre al mercato*, in *Europa e Diritto Privato*, 2024, n. 1, p. 147 ss.

[18] Cfr. PEDERZINI, DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI sui mercati di capitali*, in *Giur. Comm.* 2022, n. 2, p. 272 ss.; PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative:* Much ado about nothing*?*, in *Giur. Comm.*, 2018, p. 1012 ss.; MESSINA, ROSSANO, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi, in Riv dir. soc.*, 2021, n.1, p. 209 ss.; MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, cit., p. 143 ss.

[19] Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria (d.l. Competitività), d.l. 91/2014, schede di lettura n. 209*, Roma, 29 luglio 2014, p. 321.

[20] Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 38.

strumento di finanziamento delle imprese è stato quello della "convergenza"[21], delle attività di banche e assicurazioni, essendo stata individuata, in un primo momento, la competenza nell'attività di selezione dei prenditori unicamente in capo a banche e intermediari finanziari non bancari[22] e, successivamente in sede di conversione in legge, - su sollecitazione dell'ANIA - anche autonoma delle compagnie di assicurazione. Quindi si è concretizzato un modello duplice: o l'impresa di assicurazione gioca in tandem con la banca, o gioca da sola, e così cambia "mestiere"[23] modificando o integrando il suo core business.

In sostanza il disegno originario del legislatore era quello di distinguere la fase di valutazione del merito creditizio e quella dell'erogazione, attribuendo la prima unicamente agli enti creditizi e agli intermediari finanziari non bancari e la seconda alle compagnie di assicurazione sul presupposto condiviso dalla Banca d'Italia e dall'IVASS - con voce fuori dal coro dell'ANIA - che queste ultime non avessero le competenze necessarie per valutare il rischio di credito[24].

A prescindere dal giudizio sull'approccio iniziale recato dal decreto, sta di fatto che, passati dieci anni dal provvedimento, il bilancio sull'accesso al finanziamento in parola non è positivo. L'IVASS ha registrato nel corso degli anni una bassa propensione del mercato assicurativo a investire in detto strumento: le imprese non fanno ricorso alla possibilità di erogare finanziamenti diretti, ed emerge che anche l'investimento in minibond sia contenuto[25]. A meglio descrivere lo scenario di riferimento, va detto che allo stesso modo è ridotto, rispetto a quanto accade ad esempio in Francia, anche l'investimento delle assicurazioni nei fondi di *venture capital*, attività quest'ultima che

[21] Cfr. CACCIAMANI, *Introduzione*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., p. 12 ss.; APICELLA, D'AURIZIO; GALLO, GUAZZAROTTI, *Le relazioni fra banche e assicurazioni*, *Quaderni IVASS*, n. 18, 2021, p. 8 ss., al sito *www.ivass.it*

[22] Cfr. FLOREANI, *Le problematiche giuridiche per compagnie di assicurazione*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., p. 14.

[23] Cfr. ROSSI, op. cit, passim.

[24] Per un approfondimento sulle varie posizioni sul punto, cfr. FLOREANI, *Le problematiche giuridiche per compagnie di assicurazione*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., p. 15 ss.

[25] Si sofferma sul punto IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2017*, Roma, 27 giugno 2018, p. 187.

trarrebbe beneficio da un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali[26].

Alla luce di quanto precede sembra evincersi come il *direct lending* assicurativo non sia tanto un'opportunità non colta, quanto piuttosto un'opportunità che non ha mai avuto chances di essere colta. A tale conclusione si perviene soprattutto ragionando nella prospettiva data dal modello dell'istituto in parola in cui l'individuazione dei destinatari e la valutazione del merito creditizio venga effettuata da banche e operatori ex art. 106 del T.U.B. i quali trattengono una quota di rischio - e che trova la sua *ratio* proprio in una auspicata stretta interrelazione fra i due comparti.

Senza entrare nel merito dei numerosi pro e contro che sono stati individuati dalla dottrina[27], in concreto la criticità di fondo è quella della individuazione della ragione per la quale le banche dovrebbero selezionare clienti da "girare" alle imprese assicurative se non solo perché con merito creditizio "incerto", anche alla luce della nota rischiosità e opacità che caratterizzano le PMI[28]. Invero lo potrebbero fare, ma partecipando alla *partnership* solo con il minimo di legge scaricando per tal via il rischio sulla compagnia di assicurazione (che erogherebbe la totalità del finanziamento) e magari anche ritirandosi dall'operazione.

E' bene a tal proposito evidenziare come la Banca d'Italia abbia sempre auspicato che l'impresa di assicurazione fosse affiancata da una banca sia nella fase iniziale della selezione del debitore sia nelle fasi successive[29], banca che avrebbe dovuto mantenere nell'operazione un "significativo interesse economico nell'operazione sino alla scadenza". Sta di fatto che in sede di conversione in legge è saltata sia l'effettività del criterio temporale, essendo stata prevista la possibilità di trasferire l'operazione ad altri soggetti bancari o a intermediari finanziari, sia l'aggettivazione dell'interesse sostituita dalla previsione di una percentuale minima di

[26] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale anno 2023*, Roma, 31 maggio 2024, p. 102.
[27] Cfr. TROIANO, op. cit., p. 662-663; AA.AA., *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., passim.
[28] Cfr. ROSSI, op. cit., p. 9. Sul rischio di credito delle PMI, v. LIBERATORE, *La valutazione delle PMI*, Milano, 2014.
[29] Cfr. ROSSI, op. cit., p. 10.

partecipazione al finanziamento fissata nella misura del 5%[30].

Per il modello invece in cui le imprese di assicurazione non erogano in *partnership* con le banche, le prime per ottenere dall'IVASS l'autorizzazione - che nell'altra ipotesi può essere anche tacita - [31] devono nei fatti strutturarsi come le seconde, ossia diventare banche pur senza svolgere l'attività bancaria[32] essendo, fra le altre cose, tenute anche ad inviare alla Banca d'Italia le segnalazioni periodiche e ogni altro dato richiesto e a partecipare – anche se per il tramite di banche e intermediari finanziari non bancari[33] - alla Centrale dei rischi tenuta dallo stesso organo di vigilanza. Si individua quindi il problema dei controlli interni. La regolamentazione secondaria dell'IVASS - più volte modificata[34], e che disciplina appunto nello specifico le modalità di investimento da parte delle imprese dei propri attivi destinati alla copertura delle riserve tecniche (art. 14, Reg. n. 24/2016, ex 8 *bis,* comma 2, lett. c) n. ii*)* - prevede infatti la verifica della sussistenza dei presidi per la gestione e il controllo del rischio di credito all'interno dell'impresa analoghi a quelli previsti dal regime prudenziale bancario, e dalle migliori pratiche bancarie. E tutto ciò sul presupposto che "i finanziamenti diretti contribuiscano alla determinazione della politica strategica degli investimenti" *(*art. 8 *bis*, Reg. IVASS n. 24/2016,*)* in coerenza con il principio della

[30] Cfr. FLOREANI, *Le problematiche giuridiche per compagnie di assicurazione*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, op. cit., p. 15; FIORELLI, *Le problematiche giuridiche per le banche e le reti distributive*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, op. cit., p. 28; CAMERA DEI DEPUTATI, *Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria (d.l. Competitività*), d.l. 91/2014, schede di lettura n. 209, Roma, 29 luglio 2014, p. 322; IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2020,* Roma, 30 giugno 2021, p. 10.

[31] Decorsi 90 giorni dalla presentazione da parte della compagnia di assicurazione del piano di finanziamento.

[32] Cfr. DI GUIDA, *Tavola rotonda*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., p. 106; FIORELLI, *Le problematiche giuridiche per le banche e le reti distributive*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, op. cit., p. 28. Sulla non configurabilità in questo caso di attività bancaria, cfr. TROIANO, op.cit., p. 662

[33] La possibilità di ricorre alla mediazione di banche e operatori ex art. 106 del TUB per gli adempimenti relativi all'iscrizione nella Centrale dei rischi della banca d'Italia è stata introdotta in sede di conversione in legge.

[34] Il Regolamento IVASS n. 36/2011 è stato più volte modificato e integrato, e poi abrogato dal Regolamento IVASS n. 24/2016. Cfr., CIRIELLI, *Finanziamenti da parte di imprese assicurative e istituti di credito a seguito del provvedimento IVASS n. 22/2014*, in *www.dirittobancario.it* del 20 novembre 2014.

persona prudente e degli altri principi generali in materia di investimenti (art. 4, Reg. IVASS n. 24/2016)[35].

Questo inevitabilmente comporta per le imprese di assicurazione costi significativi anche in considerazione del fatto che il finanziamento soggiace a precisi limiti quantitativi individuati dall'organo di vigilanza al momento del rilascio dell'autorizzazione, precisando che comunque, anche in caso di *partnership* bancaria, l'erogazione non possa che riguardare, salvo circostanze eccezionali (art. 14, comma 7, Reg. IVASS n. 24/2016), solo una parte alquanto modesta del valore totale delle riserve tecniche (il 5%).

Oltre alle riferite considerazioni, anzi soprattutto, vale ricordare come nel 2016 ci sia stata l'entrata in vigore di Solvency II, la Direttiva 2009/138/CE (attuata con d.lgs. n. 74 del 12 maggio 2015)[36] e la conseguente irruzione delle regole su requisiti di patrimonializzazione e capitalizzazione, risk management e reporting che, come era prevedibile – non hanno certamente facilitato il ricorso da parte delle imprese di assicurazione a tale forma di investimento[37].

Tutti questi elementi, unitamente alla verifica della convenienza dell'operazione, legata alla variabile dei tassi e soprattutto al confronto con i rendimenti sui titoli di Stato in cui notoriamente le imprese italiane concentrano i propri investimenti, hanno costituito ostacoli per il *direct lending* assicurativo che non è mai diventato uno strumento di competizione con le banche e quindi in sostanza di finanza alternativa.

3. Passando al secondo aspetto segnalato all'inizio di questo contributo, come evidenziato dalla Banca d'Italia, la presenza di polizze assicurative stipulate dalle

[35] Cfr. RAGO, *Nuova regolamentazione dei finanziamenti: temi e problematiche di vigilanza*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, cit., p. 48.
[36] Cfr. OLIVIERO, *Solvency II*, in *Assicurazioni*, 2006, nn. 2-3, 1, p. 327 ss.; ROSSI, *Vigilanza finanziaria e obblighi di trasparenza alla luce della Direttiva "Solvency II": guida introduttiva al c.d. "Terzo pilastro"*, in *Resp civ. e prev*., 2016, n. 4, p. 1443 ss.; MANES, *La nuova normativa "Solvency II": "corporate governance", approccio al rischio, e mercato assicurativo europeo*, in *Contr. e impr. Europa*, 2018, p. 240 ss.
[37] Cfr. DRAGO, op. cit., p. 50.

aziende a copertura di rischi operativi[38] è senza dubbio uno strumento di mitigazione della rischiosità dei finanziamenti[39]. La sottoscrizione di suddetti contratti, infatti, soprattutto per imprese più piccole e per quelle caratterizzate da maggiori vincoli di liquidità, può ridurre le perdite determinate da eventi avversi, con effetti positivi sulla solvibilità dell'azienda e di conseguenza - per quello che a noi interessa - sulla valutazione del merito creditizio[40], ai fini dell'erogazione del prestito[41].

Nei rischi operativi sono inclusi sia quelli tradizionali, sia quelli "emergenti", ossia cibernetici[42] e climatici, ricordando che per i rischi catastrofali la legge di bilancio per il 2024 (art. 1, commi 101-112, l. 30 dicembre 2023, n. 223) ha introdotto un obbligo di copertura[43] – cui grande rilievo è stato attribuito dall'IVASS[44] - dei danni alle immobilizzazioni materiali, con un importante ruolo di SACE autorizzata a riassicurare il rischio assunto dalle compagnie assicurative, garantendo una copertura fino al 50% degli indennizzi per ridurre il rischio che grava sulle prime.

---

[38] Cfr. MURGIONI, *Le polizze assicurative in ambito bancario: ruolo consolidato e profili evolutivi*, in *RTDE*, 2022, n. 2, p. 138 ss.; BIRINDELLI e FERRETTI, *Evoluzione del rischio operativo nelle imprese bancarie. Regolamentazione*, *implicazioni gestionali e testimonianze*, Milano, 2006, pag. 119 e ss.

[39] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale sul 2023*, cit., p. 177.

[40] Cfr. DOLMETTA, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, n. 1, p. 307 ss.; AMMANNATI, GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, n. 3, 1, p. 461 ss.; MINNECI, *La verifica del merito creditizio: una valutazione a sua volta sindacabile?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, n. 3, suppl. n. 2, p. 353 ss.; DAVOLA, *La valutazione del merito di credito del consumatore*, in *La riforma del sovraindebitamento nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, a cura di Pellecchia e Modica, Pisa, 2020, p. 146 ss.; FALCONE, *''Prestito responsabile'' e valutazione del merito creditizio*, in *Giur. Comm.*, 2017, fasc. 1, p. 185 ss.; PETROSILLO, *Le imprese che ''meritano credito'' e la valutazione del merito di credito*, in *Giust. civ.*, 4 luglio 2020, p. 4, al sito *www.giustiziacivile.it*.; BECK, *Conditio humana, Il rischio nell'età globale*, Cacucci, 2008, p. 62 ss.

[41] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, COSCONATI**,** *Le coperture assicurative contro i rischi operativi delle imprese italiane: alcune evidenze dai risultati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza,* n. 31 Ottobre 2022, al sito *www.bancaditalia.it*, i quali elaborano i risultati di recenti indagini condotte dalla Banca d'Italia sul credito bancario (*Regional Bank Lending Survey*, RBLS) relativi agli anni 2022-2023.

[42] Cfr. RABITTI, SANDULLI, *L'assicurabilità del rischio cibernetico*, in *Corporate Governance*, 2022, n. 4, p. 539 ss.

[43] Nonostante la legge di bilancio 2024 avesse fissato la scadenza dell'obbligo assicurativo al 31 dicembre 2024, il decreto attuativo non è ancora stato pubblicato rendendo così necessaria un'estensione dei termini al 31 marzo 2025.

[44] Cfr. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2023, Considerazioni del Presidente*, 24 giugno 2023, Roma, p. 7 ss., al sito *www.ivass.it*

Nonostante ciò, dai dati raccolti dalla Banca d'Italia nel biennio 2022/2023 emerge che, da un lato, le imprese italiane, soprattutto quelle di minore dimensione e localizzate al Sud e nelle Isole, continuino ad essere caratterizzate da un basso grado di copertura[45] (dato che assume maggiore rilievo se messo a confronto con lo scenario internazionale) [46]; dall'altro risulta[47] che la presenza di una copertura assicurativa dei rischi operativi sia tenuta solo parzialmente in considerazione nelle decisioni degli operatori bancari nella fase della valutazione del merito creditizio[48]. Vi è di più. Le banche considerano l'informazione della sottoscrizione di una polizza primariamente ai fini della decisione di concedere o meno il prestito, o dell'ammontare erogato, quindi a livello qualitativo, e solo in alcuni casi, invece, ne tengono conto a livello quantitativo, anche per la formulazione del *pricing*[49].

In sostanza, la quota di intermediari che, nonostante ritenga rilevante un determinato rischio[50], non tiene conto delle eventuali coperture assicurative è ancora abbastanza elevata, soprattutto fra quelle di minori dimensioni[51]. Più nello specifico, la rilevanza dei rischi operativi dell'azienda finanziata nella concessione del credito dipende dalla tipologia del rischio stesso e dalla dimensione dell'intermediario. Le banche di maggiore dimensione sono più attente a tali aspetti. Ciò posto, in particolare,

[45] In base ai dati dell'OCSE, i premi delle assicurazioni contro i danni raccolti dalle compagnie italiane nel 2022 erano pari all'1,9 per cento del PIL, contro il 4,6 della Francia, il 3,8 della Germania e il 5,1 nella media dei paesi OCSE; cfr. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nel 2023*, al sito *ww w.ivass.it*

[46] Cfr. RESTI, SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, 2021, p. 257 ss.

[47] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, *Rischi operativi delle imprese e coperture assicurative – evidenze dall'indagine RBLS presso le banche*, cit., p. 3.

[48] Cfr. anche GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, COSCONATI, *Le coperture assicurative contro i rischi operativi delle imprese italiane: alcune evidenze dai risultati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza,* n. 31 Ottobre 2022, al sito *www.bancaditalia.it*.

[49] Cfr. GUISO, SCHIVARDI, *Copertura assicurativa e accesso al credito bancario: evidenza da un campione di piccole e medie imprese italiane*, 2014, al sito *www.ania.it.*

[50] Cfr. DE GAUDIO, *Il rischio di credito nell'attività bancaria: dagli accordi di Basilea alla nuova definizione di default*, in *Cammino Diritto*, 2021, p. 5 ss.; BRUNO, *Rischio climatico e responsabilità degli amministratori: il caso ClientEarth vs. Shell, High Court of Justice 12 maggio 2023*, in *Foro.it*, 2024, n. 1, 4, p. 45 ss.

[51] Cfr. SCHENA, REDAELLI, *I servizi assicurativi per le PMI*, in *Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI. Le opportunità della digitalizzazione e dello sviluppo sostenibile*, a cura di Schena, Locatelli, Milano, 2022, p. 370 ss.

ai fini dell'erogazione, le banche ritengono più rilevanti i rischi tradizionali *in primis* quello di insolvenza di un debitore commerciale (80%), seguito da furto e incendio (60%), rispetto a quelli climatici (44%) e cibernetici (17%)[52].

Alla luce di tali premesse, è possibile rintracciare le ragioni alla base della mancata assicurazione da parte delle imprese nei costi, a volte eccessivi, delle polizze rispetto ai danni attesi, nella mancanza di informazioni adeguate sui prodotti assicurativi e certamente nella scarsa educazione assicurativa delle imprese[53]. Più sfuggenti, invece, appaiono, almeno a prima vista, le motivazioni che spingono le banche a sottovalutare il ruolo delle garanzie assicurative soprattutto per l'individuazione del tasso d'interesse da applicare al contratto. Appare assai strano inoltre come le informazioni sulle coperture del rischio operativo non siano ancora raccolte in modo sistematico dagli intermediari creditizi, se non da quelli che hanno una partecipazione di controllo nel capitale di una compagnia assicurativa oppure per i quali la sottoscrizione della polizza avviene presso i propri sportelli, modalità che facilita la condivisione di informazioni.

Le possibili ragioni sono state rintracciate nella difficile integrazione dell'informazione nei modelli di scoring, nelle difficoltà emerse nell'attività di reperimento delle informazioni sulle coperture delle imprese, nella mancanza di prodotti assicurativi idonei a ridurre il rischio di credito, nell'elevata eterogeneità dei contratti assicurativi che rende difficile l'estrazione delle informazioni rilevanti[54]. Altre cause sono state individuate nella scarsa disponibilità di dati, in termini di serie storica, sui danni subiti e sugli indennizzi ricevuti dalle imprese assicurate. In definitiva gli

[52] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, *Rischi operativi delle imprese e coperture assicurative – evidenze dall'indagine RBLS presso le banche*, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 37, cit.
[53] Sul ruolo dell'educazione finanziaria, cfr. PELLEGRINI, *Trasparenza bancaria, tecniche cognitive, educazione finanziaria*, in *Studi in onore di Roberto Pardolesi*, Napoli, 2018, p. 663 ss.; TRAPANI, *La nuova direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo: note in tema di educazione finanziaria, merito di credito e servizi di consulenza sul debito*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2024, n. 4, p. 754 ss.; MILLI, *Il ruolo della cultura finanziaria nell'evoluzione tecnologica*, in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, n. 1, p. 75 ss.; SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, n. 3, p. 282 ss.
[54] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, *Rischi operativi delle imprese e coperture assicurative – evidenze dall'indagine RBLS presso le banche*, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 37, *cit.*, p. 1.

ostacoli possono essere riassunti nelle difficoltà incontrate dalle banche (27%) nel valutare l'impatto effettivo delle singole polizze sul rischio di credito, aspetto che incide assai negativamente soprattutto nella formulazione del pricing (54%)[55].

4. Alla luce di quanto sin qui considerato, una possibile soluzione, o perlomeno una via per superare almeno in parte le riferite difficoltà, potrebbe essere rintracciata proprio in una maggiore collaborazione fra banche e assicurazioni al fine di sviluppare prodotti assicurativi specifici, con una maggiore standardizzazione delle informazioni.

In tale prospettiva le banche dovrebbero adeguare i loro modelli e le assicurazioni dovrebbero modulare le polizze. Tali sinergie renderebbero possibile sfruttare i potenziali benefici delle coperture assicurative, con ricadute positive sia in termini di contenimento del rischio di credito per le banche, sia di minori costi di finanziamento per le imprese. Allo stesso modo potrebbe essere utile, ai fini di valutare la relazione tra le coperture assicurative delle imprese affidate e il loro rischio di default, una migliore condivisione dei dati tra gli intermediari bancari e assicurativi; condivisione possibile alla luce del percorso di integrazione istituzionale fra IVASS e Banca d'Italia[56].

Tali forme di collaborazione sarebbero ovviamente a vantaggio del sistema produttivo nel suo complesso. E qui il riferimento è alla bancassicurazione, essendo pertanto da accogliere con favore la circostanza per cui il 30% degli intermediari che non tengono conto delle garanzie nella valutazione del rischio abbia dichiarato di aver avviato o pianificato per il prossimo triennio progetti per integrare le informazioni sulle coperture assicurative nei modelli di valutazione del rischio[57].

[55] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, ult. op. cit., p. 4 ss.
[56] Cfr. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2023,* p. 155 ss.; GALANTI, *Dall'Isvap all'Ivass: natura compiti e sfide della "nuova" autorità di controllo. Una riflessione sulla differenza fra vigilanza sulle banche e sulle assicurazioni*, in *Scritti in memoria di Giulio Partesotti*, Padova, 2015, p. 255 ss.; BEVILACQUA, *L'organizzazione ibrida dell'IVASS: flessibilità organizzativa, autorevolezza ed efficacia*, in *Amm. I cammino,* 2021, p. 1, ss.
[57] Cfr. GALLO, GUAZZAROTTI, NIGRO, ult. op. cit., p. 9.

In conclusione, si può affermare che il comparto assicurativo allo stato– con l'attuale normativa rigida, piena di vincoli e quindi nei fatti "non agevolante" - non ha la convenienza a "cambiare mestiere", e nonostante la progressiva estensione delle diverse e numerose attività svolte all'interno del sistema finanziario in senso ampio (contratto di capitalizzazione, rilascio di garanzie tramite le polizze fideiussorie o cauzionali, la possibilità di effettuare operazioni di investimento tramite le polizze *Unit Linked*) ha tuttavia poca forza come strumento di finanza alternativa nei termini prima decritti di finanziamento diretto delle imprese. Uno strumento di ausilio potrebbe essere – oltre ovviamente ad una modifica del quadro regolatorio - quello di offrire sugli *assets* da acquisire la garanzia pubblica, come suggerito già da tempo dall'IVASS[58].

È indubitabile che si stia assistendo al ridimensionamento del modello bancocentrico[59], ma non certo al suo tramonto. Sarebbe quindi forse corretto pensare che la logica ad oggi più realistica e premiante per concorrere alla trasformazione della struttura finanziaria italiana o perlomeno alla riduzione delle residue tensioni nell'offerta di credito - sia quella dell'incremento delle sinergie fra i due comparti che vadano oltre quelle meramente distributive, lasciando comunque da parte improbabili commistioni[60].

Allo stato attuale della regolamentazione, senza che ciò possa essere interpretato come paura del nuovo, banche e assicurazioni dovrebbero continuare a fare - bene - i loro rispettivi mestieri: le assicurazioni dovrebbero fare leva sulla propria attività caratteristica, rivisitandola e se necessario e potenziandola. Quindi garanzia dei crediti, ma anche polizze cauzioni e fideiussorie[61], soprattutto cercando di intercettare

[58] Cfr. IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2014,* Roma, 23 giugno 2015, p. 9, al sito *www.ivass.it;* FIORELLI, *Le problematiche giuridiche per le banche e le reti distributive*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, op. cit., p. 40.
[59] Cfr. SABBATELLI, *Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa*, in *Diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Milano, 2023, p. 411 ss.; PIERSANTI, *La disintermediazione bancaria*, in *RTDE*, 2021, n. 1, suppl., p. 87 ss.
[60] Cfr. APICELLA, D'AURIZIO, GALLO, GUAZZAROTTI, *Le relazioni fra banche e assicurazioni*, *Quaderni IVASS*, 2021, n. 18, p. 8 ss., al sito *www.ivass.it*
[61] Cfr. CACCIAMANI, *Conclusioni*, in *Compagnie di assicurazione e finanziamento alle imprese*, op. cit., p. 120 ss.

i fabbisogni delle imprese. E le banche dovrebbero meglio cogliere i vantaggi offerti dalle garanzie assicurative andando anche oltre i rischi tradizionali, per focalizzarsi sui rischi emergenti [62]

Entrambe le tipologie di operatori dovrebbero incidere sulle politiche di prezzo, contenuti, modelli operativi e soprattutto sull'integrazione dei processi con una necessaria revisione critica di vecchi canoni, imponendosi così la ricerca di rinnovati percorsi comuni e nuovi equilibri in una prospettiva di crescita.

Illa Sabbatelli

Ordinario di Diritto dell'Economia

nell'Università Telematica "San Raffaele" di Roma

[62] In particolare sui rischi climatici e cibernetici, cfr. ANGELINI, *Gli effetti dei cambiamenti climatici in Italia: strategie di adattamento e ruolo delle imprese assicurative*, Venezia, ottobre 2022; LANDINI, *ESG [Environmental, Social, Governance - Ambientale, Sociale e di Governance], "Green Finance", assicurazioni e previdenza complementare*, in *Corporate Governance*, 2022, n. 1, p. 221 ss.; DE DONNO, *Tutela del credito e mutamento climatico: Ruolo dell'interprete*, in *Riv. dir. impresa*, 2024, n. 1, p. 71 ss.

CONCLUSIONI *

(Conclusions)

Non posso esimermi dal ringraziare, con grande affetto e calore, il Prof. Rossano che periodicamente ci porta a Napoli e ci invita a riflettere su temi sempre molto rilevanti, che si inseriscono in un percorso complessivo di ragionamento sul sistema finanziario che, come comunità scientifica di Diritto dell'economia, stiamo sviluppando nel tempo con approccio interdisciplinare. E questo luogo di incontro è assai prezioso per persone come noi che studiano gli stessi fenomeni giuridico-economici con il desiderio di mettersi a servizio del nostro Paese ma più in generale della collettività in tempi decisamente complessi.

Vorrei riservare una prima riflessione al titolo che si è scelto per questo convegno.

Si tratta di un titolo ampio, in grado di rispecchiare assai bene le sfide che, nel tempo presente, l'ordinamento tradizionale del credito, così come configurato dalle vigenti fonti normative, si trova ad affrontare.

Come è emerso con chiarezza dalle relazioni di questa mattina e anche da quelle della giornata di ieri, viviamo, infatti, una fase storica contrassegnata da grande fluidità. Una fase in cui, accanto a sfide provocate dalla carica innovativa fisiologicamente innervante il sistema finanziario, e che oggi è divenuta ancor più rapida e *disruptive* a fronte della crescente potenza della tecnologia, ve ne sono altre, non meno importanti, correlate ai profondi mutamenti in corso, a livello mondiale, sul piano geopolitico. E, a ben vedere, si possono anche cogliere forti nessi fra le due tipologie di sfide cui ho appena fatto cenno: in questo senso, basti pensare al cosiddetto capitalismo oligarchico ben radicato della Silicon Valley.

* Le opinioni espresse nel saggio sono di carattere personale e non impegnano in alcun modo la Corte costituzionale, di cui l'Autrice è componente.

Del resto - ne parlava il Prof. Masera - anche il diritto, come l'economia, non è una scienza esatta e la conformazione giuridica che, tempo per tempo, viene a contraddistinguere il sistema finanziario risulta inevitabilmente influenzata dal contesto (e, in modo biunivoco, a sua volta concorre a influenzarlo). Da ciò discende una vera e propria necessità per i cultori delle nostre discipline di essere in grado di leggere il contesto, cogliere i cambiamenti e ricostruire schemi solidi e soluzioni "certe" alla luce dei cambiamenti in atto, con la consapevolezza che per un giurista la "certezza", non per caso parte del sintagma "certezza del diritto", resta un obiettivo primario da perseguire con tenacia.

Sulla base di questa premessa, mi sembra opportuno soffermarmi ora proprio sui "mutamenti geopolitici", ai quali questa mattina ha dedicato un cenno anche il Presidente Savona nelle sue considerazioni iniziali.

Credo che mai come negli ultimi tempi a questo tipo di mutamenti è stata riservata tanta attenzione nell'ambiente finanziario: basti pensare innanzitutto al fatto che, per la BCE, i rischi geopolitici sono oggi collocati al vertice della mappatura dei rischi che le banche devono monitorare. Volgendo lo sguardo, inoltre, al *Report* annuale elaborato dal *World Economic Forum* al fine di offrire una mappatura dei rischi globali cui istituzioni di varia natura sono esposte, va evidenziato come, nell'edizione 2024, il rischio geopolitico è considerato tra i più rilevanti. E questo è un dato in sé molto interessante se si pensa che il *Report* in discorso è mirato proprio ad offrire una chiave di lettura dell'evolversi dei rischi a livello complessivo.

In questo scenario, può pure darsi per incontrovertibile la familiarità del sistema finanziario in senso lato (inteso come comprensivo del mercato bancario, del mercato dei capitali e di quello assicurativo) con il tema dei rischi, del loro monitoraggio e della loro gestione. Se però è senz'altro importante per le istituzioni finanziarie mappare i rischi e fra questi tenere in considerazione anche quello geopolitico, altrettanto necessario risulta continuare ad adeguare gli strumenti di gestione dei medesimi. L'evolversi dei rischi deve, infatti, portare ad una continua rivalutazione del tipo di

risposte. Per esempio, pensando in particolare al settore bancario, ho qualche dubbio riguardo al fatto che i requisiti prudenziali – ai quali negli ultimi anni a livello europeo è stato dato ripetutamente grandissimo rilievo come strumento di governo dei rischi (al punto da farli ritenere quasi un *mantra*) – costituiscano il tipo di strumento di gestione più adeguato del rischio geopolitico (in senso lato). Se ne potrebbero forse immaginare altri: in particolare, di fronte al rischio di accresciuta instabilità e conseguenti eventuali crisi bancarie, si rivelerebbe probabilmente più adatto un rafforzamento degli strumenti di *early intervention*. Ma in questa prospettiva non posso qui che limitarmi a un fugace accenno perché il tema è complesso e il discorso ci porterebbe lontano.

Nel guardare, tuttavia, ai nuovi rischi che si profilano all'orizzonte così come a quelli che già conosciamo e che stanno mutando in ragione del contesto attuale, è fondamentale avere consapevolezza del risvolto sistemico che pressoché ogni rischio, preso nella sua singolarità, è in grado di produrre. Questo è un tema cui tengo molto e che mi consente di passare a una seconda riflessione che vorrei condividere con voi.

Come accennavo in apertura, oltre che dai rischi geopolitici il sistema finanziario è messo alla prova – oggi più intensamente che in passato – da una serie di altri rischi in vario modo correlati allo sviluppo delle tecnologie, alla *cyber security*, all'intelligenza artificiale, e così via. Anche con riguardo al tema del digitale e dell'innovazione in senso lato, non mi sembra proprio che venga oggi sempre adeguatamente tenuto in conto il risvolto sistemico dei rischi in discorso.

Questa carenza di consapevolezza risulta particolarmente evidente con riferimento al mondo delle criptovalute. Stamattina il Presidente Savona ha evidenziato come non si comprenda ancora appieno l'incidenza profonda che tutto questo mondo potrà provocare sui *fondamentali*, come la stabilità monetaria e la stabilità di sistema. È pure già stato detto che, di fronte alla estrema eterogeneità del fenomeno in discorso, il rischio di ricadute sistemiche è incrementato dalla mancanza di una adeguata tassonomia delle diverse cripto e, ancor prima, anche dall'assenza di

una standardizzazione del linguaggio. Di conseguenza, purtroppo, nelle scelte normative che sono state compiute a livello europeo può scorgersi il rischio di procedere lungo una sorta di doppio binario: in altri termini, accanto alla normativa tradizionale propria dei servizi di investimento, si sta assistendo alla elaborazione di una disciplina parallela pensata per il virtuale. E un tale approccio regolatorio non aiuta di certo a cogliere le ricadute del virtuale sui nuclei fondamentali cui prima facevo riferimento. Peraltro, di fronte a una normativa europea tanto complessa e vischiosa, mi viene talvolta il dubbio che si tratti di una "vischiosità" voluta: infondo, la natura opaca della regolamentazione può aiutare a non centrare quei *target* che invece sarebbe essenziale raggiungere.

A questo punto del ragionamento, rivolgo allora l'attenzione su un aspetto, secondo me, cruciale e lo faccio ponendovi un interrogativo: siamo sicuri che, a livello non solo nazionale ma europeo e addirittura globale, sappiamo esattamente dove stiamo andando e, prima ancora, sappiamo esattamente dove vogliamo andare? Chi dovrebbe decidere - e da sempre è tenuto a farlo in sistemi di democrazie rappresentative - dove vogliamo andare? A bene vedere, la risposta a quest'ultima domanda non è difficile da dare. Si tratta di decisioni che hanno a che fare con la stabilità e dunque con il benessere della comunità sociale e con i suoi valori: rispetto a questi temi, le scelte di fondo non possono che essere della politica, la quale ha un ruolo guida per sua natura.

Purtroppo, però, proprio la politica risulta essere in questo momento, per quanto concerne il comparto finanziario, un attore, a mio parere, un po' silente e ai margini della scena. In effetti, per come l'Europa oggi è strutturata - anche per via della ben nota divaricazione fra dimensione rappresentativa (di cui è espressione il Parlamento europeo) e dimensione intergovernativa (che fa invece capo al Consiglio europeo) -, le scelte politiche non emergono sempre in modo netto, risultando spesso "soffocate" da una gran quantità di regole di matrice tecnica e di disposizioni estremamente dettagliate. Una funzione di indirizzo del comparto finanziario sarebbe

invece, oggi più che mai, fondamentale perché la finanza *non è per sé*: è per l'economia e l'economia è per l'uomo.

Da quest'angolo visuale, la Costituzione italiana è davvero un esempio eccellente di come si sia stati capaci di costruire una cornice normativa tutt'altro che neutra o scialba, ma al contempo in grado di contenere e accompagnare evoluzioni epocali del comparto finanziario in senso lato.

Si pensi, a mo' di esempio, al passaggio che nel nostro Paese si è compiuto da un sistema del tutto pubblicistico a uno di matrice privatistica, in cui le banche svolgono attività di impresa e anche la Borsa è un soggetto privato. Questa profonda trasformazione si è potuta realizzare dentro una cornice costituzionale che identifica in modo molto chiaro, attraverso una serie di norme e di principi, il modelli economico-sociale su cui si fonda la nostra Repubblica, lasciando però una flessibilità nelle forme.

Un altro significativo esempio di flessibilità della nostra Costituzione ha a che fare con il rapporto fra l'ordinamento italiano e l'Europa: a partire dalla scelta compiuta già in origine con gli artt. 10 e 11 e successivamente confermata con l'art. 117, primo comma, si è potuta realizzare, infatti, una vera e propria saldatura fra i due sistemi giuridici. In questa cornice, l'integrazione europea ha potuto progredire con tutto quello che ne è conseguito e conseguirà per il comparto finanziario, anche in termini di architettura della vigilanza e delle finalità cui le *authorities* si devono attenere. Se pensiamo all'articolo 6 del T.u.B. e all'articolo 6 del T.u.F., queste disposizioni si saldano strettamente con le norme costituzionali cui mi sono poc'anzi riferita, sottolineando la necessità anche per le Autorità di vigilanza di operare in armonia e nel rispetto del quadro europeo e dei principi fissati a livello internazionale.

Ieri, in occasione del Convegno celebrativo per i cinquant'anni della Consob che si è svolto alla Sapienza, ho provato a rileggere alcuni articoli della Costituzione rilevanti per il comparto finanziario, sottolineandone la totale modernità.

Ciò vale, in particolare per l'art. 47, specificamente rivolto alla tutela del

risparmio in tutte le sue forme. Si tratta di una norma davvero lungimirante, per non dire visionaria, se solo si considera il contesto economico in cui è stata scritta: a distanza di oltre settant'anni forse può dirsi un po' invecchiata dal punto di vista lessicale, ma non certo per quanto attiene alla sostanza dei fenomeni in essa considerati né agli obiettivi da essa perseguiti.

Il primo comma dell'art. 47 dispone, infatti, anzitutto che il risparmio va incoraggiato, prima ancora che tutelato; e, analogamente, il secondo comma, nel riferirsi al favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario diretto e indiretto nei grandi complessi produttivi del Paese, apre e precorre ad una lettura molto dinamica del risparmio (inteso come ogni complesso di ricchezza destinato a entrare nel circuito economico), facendo scorgere già – sia pure in un contesto storico in cui il mercato mobiliare aveva dimensioni assai limitate – un'idea di finanza che sostiene e consente lo sviluppo dell'economia.

Oltre che incoraggiato, il risparmio va poi tutelato. Ciò significa, *in primis*, tutelare il risparmio nella sua dimensione soggettivo-individualistica (e sul punto si trovano interessanti riscontri anche nella letteratura più recente), ossia proteggere i soggetti risparmiatori ed investitori attraverso una serie di presìdi che si sono negli anni costruiti, anche alla luce di importanti normative europee (presìdi di trasparenza, regole di condotta, servire al meglio l'interesse del cliente, e così via). Tutelare il risparmio significa, però, anche proteggerlo nella sua dimensione oggettiva: e ciò comporta la necessità di costruire un sistema finanziario in grado di salvaguardare il risparmio come bene pubblico, di rendere attrattivi i nostri mercati (bancari e di capitali) e di porre attenzione agli strumenti sanzionatori e di *enforcement* pubblici e privati.

Da quest'angolo visuale, non va sottovalutata la circostanza che, nel contesto attuale, al mercato dei capitali è chiesto, mediante il risparmio anche privato, di farsi carico del perseguimento di una serie di obiettivi che vanno bel di là di quelli, più tradizionali, attinenti al supporto delle imprese e al finanziamento dell'economia. Mi riferisco ad un'altra tematica chiave di questi anni, vale a dire la sostenibilità. Di fronte

ad una, quantomeno apparente, intenzione politica di utilizzare, attraverso la finanza sostenibile, il risparmio (anche) privato per il raggiungimento di alcuni obiettivi cd. ESG senza dubbio di natura pubblica (tutela dell'ambiente, sostenibilità sociale, etc.), ciò significa caricare il comparto finanziario di nuove responsabilità, che richiedono inevitabilmente nuovi compiti di vigilanza al fine di tutelare il risparmio come bene pubblico. Di conseguenza, è fondamentale che vi siano *authorities* nazionali ed europee che in grado di svolgere attività di vigilanza con strumenti di *enforcement* adeguati a garantire l'effettivo raggiungimento dei risultati.

Per concludere, stiamo vivendo un momento di transizione, sotto molteplici punti di vista. A noi che studiamo queste tematiche è certamente richiesto uno sforzo in più di comprensione della realtà e di ricerca delle soluzioni giuridiche più adeguate; a quanti si occupano, a livello istituzionale, di *policy* e, prima ancora, di Politica (con la P maiuscola), è richiesta la capacità di compiere scelte mature e consapevoli rispetto agli obiettivi ultimi da perseguire, a vantaggio non di interessi particolari ma della collettività e del bene comune.

Antonella Sciarrone Alibrandi

Giudice della Corte Costituzionale

COMUNICAZIONI

LA GOLDEN AGE *DELLA FINANZA ALTERNATIVA: UN'ANALISI IN MATERIA DI* PRIVATE EQUITY *E* VENTURE CAPITAL *ALLA LUCE DEL PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ* [*]

(The golden age of Alternative Finance: an analysis of private equity and venture capital in light of the principle of sustainability.)

ABSTRACT: *Il presente studio si propone di analizzare l'apporto del private equity e del venture capital nel processo di transizione verso un mercato più sostenibile e di valutare se, per il tramite dei citati strumenti, la Finanza Alternativa possa contribuire al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità delineati dal legislatore europeo.*

this study aims to assess the role of private equity and venture capital in driving the transition toward a more sustainable market, and to determine whether Alternative Finance, through these instruments, can help achieve the sustainability targets outlined by European lawmakers.

SOMMARIO: 1. Premesse e proposito dell'indagine 2. Questioni di disciplina 3. Il *private capital* ed il *venture capital* 4. Transizione sostenibile, *private equity* e *venture capital*: analisi di alcuni dati empirici 5. Conclusioni.

1. La *golden age* della Finanza Alternativa ha avuto inizio nei primi lustri del 2000, con l'obiettivo di permettere alle imprese – in particolare alle PMI -di reperire la necessaria liquidità attingendo a canali di finanziamento differenti da quello bancario[1].

[*] Contributo approvato dai revisori.

[1] Per un'ampia panoramica in materia di Finanza Alternativa nonché di *Capital Markets Union*, si rinvia, *ex multis*, a ROSSANO, *La finanza alternativa nella Capital Markets Union*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 427 ss.

Tra gli atti costituenti di tale stagione si annovera il c.d. *Small Business Act*, che è stato adottato dalla Commissione europea nel 2008 ed ha rappresentato un significativo tassello del manifesto normativo della materia[2]. In tale documento gli Stati Membri hanno espresso la necessità di sostenere la crescita dei mercati europei dei capitali di rischio e di rimuovere gli ostacoli allo sviluppo della Finanza Alternativa. Tuttavia, il *SBA* si è limitato a delineare in termini generici le misure che gli Stati membri avrebbero dovuto introdurre in questo ambito. Più rilevante è stato il progetto di costituzione della *Capital Markets Union*, avviato nel 2015, che si è concluso nel settembre del 2020, con l'emanazione del *Capital Markets Union Action Plan*[3]. Tale piano, significativamente aggiornato rispetto alla sua versione originaria, ha rafforzato l'impegno dell'Unione verso la costruzione di un mercato dei capitali integrato e accessibile, in grado di supportare le piccole e medie imprese nella ricerca di fonti di finanziamento alternative a quelle tradizionalmente offerte.

Successivamente, la Commissione ha adottato un pacchetto di misure volto a consolidare ulteriormente la *Capital Markets Union*[4] e più di recente, nel corso del mese di aprile del 2024, i *leaders* dell'Unione hanno rinnovato l'impegno a realizzare gli obiettivi definiti in occasione della costituzione della CMU, sottolineando l'urgente

[2] Ci si riferisce alla Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Una corsia preferenziale per la piccola impresa. Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (un "Small Business Act" per l'Europa)*, 25.6.2008.

[3] Occorre, dunque, menzionare: il *Libro Verde: Costruire un'Unione dei mercati dei capitali* del 18 febbraio 2015; la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, 30.9.2015; la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, 24 settembre 2020.

[4] Si tratta, in particolare, della Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Unione dei mercati dei capitali — Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione*, 25 novembre 2021. Consiste nella revisione del Regolamento sui fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD), del MiFIR e della MiFID II. Per ulteriori e più approfondite considerazioni in merito alla costituzione della CMU si rinvia a ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del rinnovato contesto di mercato*, in *Rassegna di Diritto Pubblico europeo*, 1, 2024, 57 ss.

necessità di creare mercati europei dei capitali realmente integrati[5].

Si delinea, così, un percorso progettuale volto a soddisfare l'esigenza – particolarmente avvertita a livello UE, ma anche dai singoli Stati membri – di promuovere nuove forme di finanziamento per le imprese, soprattutto per quelle di medie e piccole dimensioni. Va sottolineato, tuttavia che, nonostante i progressi compiuti, in Europa il livello di integrazione dei mercati dei capitali resta ancora lontano dagli obiettivi prefissati. La frammentazione persiste, poiché le economie degli Stati membri – almeno nel contesto considerato – continuano ad adottare un approccio da *esicasta*. Questo atteggiamento, caratterizzato da una visione chiusa e focalizzata sulle proprie specificità nazionali, ostacola la creazione di un mercato europeo realmente unificato e coeso[6].

Al fine di completare l'analisi delle premesse dell'indagine, occorre comprendere quale sia il ruolo attribuito al "principio di sostenibilità"[7] *da* e *nel* mercato. Vi è da dire che esso è progressivamente divenuto una sorta di criterio guida per la produzione legislativa unionale e domestica[8], nonché, dunque, anche per

[5] Cfr. *Capital Markets Union: EU renews commitment to integration and development of capital markets*, Stoccolma, 28 aprile 2023. Inoltre, al fine di seguire la cronistoria degli interventi in materia di CMU, si consiglia la consultazione della seguente pagina online dal sito del Consiglio europeo e del Consiglio dell'Unione europea: https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union-explained/timeline-what-the-eu-is-doing-to-deepen-its-capital-markets/

[6] Sul punto è opportuno richiamare le conclusioni esposte dal Prof. Rossano nel corso del suo intervento introduttivo alla sessione pomeridiana del convegno di cui in questa sede si raccolgono gli atti. Il Prof. Rossano ha affermato che occorre un *salto culturale* per realizzare i propositi della *Capital Markets Union* e che, insieme ad essa, andrebbe conclusa la realizzazione dell'Unione Bancaria Europea.

[7] A proposito del "principio di sostenibilità", si rinvia al dibattito svoltosi nel corso dell'ottavo convegno associativo dell'Associazione dei Docenti del Diritto dell'Economia, dal titolo Clausole generali in relazione ai principi e ai valori. Le clausole generali del diritto dell'economia, 2 e 3 dicembre 2022, Milano, di cui sono stati pubblicati gli atti. Si rinvia, in particolare, a GAMBARO, *Clausole generali in relazione ai principi e ai valori*, AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, Torino, 2024, 25 s.

[8] Fino alla seconda metà del '900 la sostenibilità era intesa come un programma economico volto a ridurre i costi e ad incrementare i profitti dell'impresa. Si è assistito ad un cambio di paradigma a partire dagli anni '70 dello scorso secolo. Il primo approccio della sostenibilità in chiave moderna risale alla *Stockholm Declaration on the Human Environment* del 1972, consultabile al seguente *link*: https://documents.un.org/doc/undoc/gen/nl7/300/05/pdf/nl730005.pdf?token=tJC2dU59OtRx7uW1TG&fe=true.
Nel 1987 è stato elaborato il *Report of the World Commission on Environment and Development Our Common Future* – meglio noto come "Rapporto Burtrand" – con l'obiettivo di definire "un'agenda

l'ordinamento finanziario. In detto contesto, infatti, la legislazione di riferimento[9] valorizza l'*agere* degli intermediari *se* esso è orientato al perseguimento, tra gli altri, degli obiettivi declinati nell'acronimo ESG[10]. Inoltre, sovente nel piano d'azione della CMU si richiama la necessità di supportare la "transizione verde" del mercato e, a tal proposito, proprio nell'*Action Plan* si afferma che: «*l'Unione dei mercati dei capitali migliorerà le opportunità di accesso ai finanziamenti per le PMI e contribuirà così al conseguimento degli obiettivi della strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale dell'UE*»[11].

In tale contesto, il *private equity* e il *venture capital* emergono come strumenti di finanziamento alternativo nonché quali leve fondamentali di sviluppo strategico per alcune categorie di imprese, tra cui le PMI. Il presente studio si propone di analizzare

globale per il cambiamento". In tale rapporto si è affermato che lo "*sviluppo sostenibile*" coincide con la necessità di soddisfare "*i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri*". Esso è reperibile al seguente *link*: https://www.are.admin.ch/dam/are/it/dokumente/nachhaltige_entwicklung/dokumente/bericht/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf.download.pdf/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf. Nel 1989 il Rapporto fu discusso dall'Assemblea generale dell'ONU che organizzò la Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo. Più di recente, occorre citare anche il c.d. *Green Deal europeo*, cfr. *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sul Green Deal europeo* (COM (2019)0640), in https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal _it. Sebbene di *Green New Deal* si sia iniziato a parlare sin dal 2008, lo stesso anno in cui è stato emanato il citato *Small Business Act*; ci si riferisce al *Rapporto del Green New Deal Group* del 2008 e *Rapporto del Programma delle Nazioni Unite per lo sviluppo del 2009, Rethinking the Economic Recovery: A Global Green New Deal*. Cfr. F. MOLITERNI, *Il Green Deal europeo e le sfide per il diritto dell'ambiente*, in *Riv. quad. dir. dell'ambiente*, 1, 2021, 4 s.; DEL PRATO, *Sostenibilità, precauzione e sussidiarietà*, in *Contr. impr. Eur*., 3/2023, 408.

[9] In questa sede giova brevemente richiamare i testi legislativi principali che compongono il quadro giuridico di riferimento in materia di finanza sostenibile. Ci si riferisce, in particolare: al pacchetto di misure adottato dalla Commissione europea nel giugno del 2023; al Regolamento 2020/852/UE c.d. Regolamento Tassonomia; al Regolamento 2019/288/UE c.d. Regolamento SFD.

[10] Cfr. HLEG, *Interim report of the High-Level Expert Group on sustainable finance – Finan-cing a sustainable European economy*, 12 luglio 2017, disponibile su https://ec.europa.eu/ info/files/170713-sustainable-finance-hleg-interim-report_it, da cui il *Final report of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, 31 gennaio 2018, disponibile su https://ec.europa.eu/info/files/180131-sustainablefinance-final-report_it.

[11] Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "*Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale*" (COM(2020) 103 final).

l'apporto di tali istituti (*private equity* e *venture capital*) nel processo di transizione verso un mercato più sostenibile e di valutare se, attraverso il loro utilizzo, la Finanza Alternativa possa contribuire proprio al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità delineati dal legislatore europeo.

2. Come si è anticipato, la presente analisi si focalizza su due specifici ambiti del *private capital*: il *private equity* ed il *venture capital*. Sebbene sarebbe più corretto riferirsi a essi come a "fondi di *private equity"* e a "fondi di *venture capital*"[12]*,* dal momento che rientrano nel perimetro regolativo della gestione collettiva del risparmio. Più nello specifico, essi appartengono alla categoria degli organismi a struttura «chiusa»[13] e, dunque, ai i fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi mobiliari.

I fondi in questione rientrano nell'applicazione della Direttiva 2024/927/UE del 13 marzo 2024 (c.d. Direttiva AIFM II) che succede alla Direttiva 2011/61/UE (c.d. Direttiva AIFM I)[14]. Sul punto valgono le considerazioni già espresse dalla dottrina a proposito della Direttiva AIFM I, dal momento che (anche) il vigente quadro normativo europeo non prevede disposizioni specifiche applicabili ai fondi di *private equity* e di *venture capital* in quanto tali[15], così riconoscendo ampia discrezionalità ai legislatori

[12] Sebbene tali locuzioni non vengano mai espressamente adoperate dal legislatore, trattandosi di formule in uso nella prassi, come rilevato da CUMMING, *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford, 2012, *passim*.

[13] Cfr. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018, *passim*.

[14] Giova segnalare che le innovazioni apportate dalla Direttiva del 2024 sono state molte, ma non così ampie da determinare dei cambiamenti rivoluzionari al punto da sovvertire l'impianto di base della disciplina. Pur senza volersi addentrare in questa sede in più approfondite considerazioni, si guardi al titolo della Direttiva, ove si individuano gli ambiti in cui è intervenuta la modifica, che sono i seguenti: gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi. Per un'ampia disamina della AIFMD II si rinvia, in questa fase, alla Legge italiana di delegazione europea del 2024. Per un'ampia disamina della AIFMD I, cfr. ZETZSCHE, PREINER, *Scope of the AIFMD, in The Alternative Investment Fund Managers Directive*, a cura di D.A. Zetzsche, Milano, 2020, *passim*.

[15] Cfr. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi giuridica dell'economia*, fasc. 1-2, 2021, 208 s.

nazionali nel disciplinare tali categorie di prodotti. Difatti, a livello unionale, le uniche disposizioni armonizzate riguardano i gestori dei fondi, lasciando i fondi stessi privi di una regolamentazione uniforme. Rimangono comunque validi i regolamenti europei specifici come EuVeCa (*European Venture Capital Funds*), EuSeF (*European Social Entrepreneurship Funds*) e ELTIF (*European Long Term Investment Funds*)[16], che, però, rappresentano una disciplina settoriale che non contribuisce a fornire uniformità alla normativa.

Il quadro normativo nazionale difetta di una disciplina organica e specifica per il *private equity* ed il *venture capital*. Difatti, a tale comparto del *private capital* il T.u.F. applica le disposizioni "generali" valide per gli OICR mobiliari di tipo chiuso.

Il sistema regolatorio così rappresentato è caratterizzato da un apparato disomogeneo e frammentato[17]. Una tale disomogeneità normativa rischia di frenare lo sviluppo di strumenti che dovrebbero, invece, ricevere maggiore attenzione dal legislatore, al fine di garantire una regolamentazione più chiara e coerente e, conseguentemente, un utilizzo più efficace.

Difatti, tale segmento del *private capital* trarrebbe senz'altro vantaggio da una

[16] Giova segnalare che le regole che disciplinano tali specifici OICR sono di tipo settoriale e solo in senso lato riconducibili alla categoria qui descritta. Inoltre, occorre precisare che essi sono stati introdotti nel panorama normativo europeo a seguito dell'introduzione della Direttiva AIFM. Più nello specifico, gli organismi EuVeCa e EuSeF sono stati disciplinati, rispettivamente, dai Regolamenti (UE) 2013/345 e 2013/346 del 17 aprile che sono stati modificati dal Regolamento/UE) 2017/1991 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2017, mentre gli organismi ELTIF sono stati disciplinati dapprima nel Regolamento (UE) 2023/606 del 15 marzo 2023 cui è succeduto il "Regolamento ELTIF 2", in vigore dal 10 gennaio 2024, che ha introdotto un quadro normativo più flessibile per la costituzione e la commercializzazione degli ELTIF in Europa, con l'obiettivo di facilitare gli investimenti in questi fondi da parte di investitori istituzionali e al dettaglio e sostenere la crescita dell'economia europea. EuVECa riguarda i fondi alternativi sotto-soglia specializzati nel settore del *venture capital*. EuSeF riguarda FIA sotto-soglia che hanno per obiettivo l'investimento in imprese che svolgono attività di inclusione sociale. ELTIF riguarda OICR di tipo chiuso che investono prevalentemente in strumenti di capitale di rischio con un orizzonte di medio lungo periodo. Cfr. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe. Oxford Legal Studies Research Paper No. 40/2011*, disponibile al seguente indirizzo: https://ssrn.com/abstract=1886186. N

[17] La dottrina ha definito tale quadro legislativo come un sistema multidimensionale «*e più simile alle rifrazioni prodotte da un caleidoscopio, piuttosto che ad una disciplina in qualche misura armonizzata nell'ambito dell'UE*», cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit*., 209 s..

base normativa più solida che faciliterebbe «*lo sviluppo di un vero mercato paneuropeo del* private equity» [18], contribuendo a rafforzare la *Capital Markets Union* e a consolidare la *golden age* della Finanza Alternativa.

3. Come accennato in precedenza, i fondi mobiliari in questione rappresentano strumenti efficaci per il raggiungimento degli obiettivi delineati nell'*Action Plan* della CMU. Pertanto, occorre analizzare più approfonditamente le caratteristiche dei fondi di *private equity* e di *venture capital* e per farlo è necessario partire da una considerazione già affrontata nel paragrafo precedente: la mancanza di precipue definizioni legislative. Tale circostanza contribuisce a creare un quadro giuridico disomogeneo che rischia di compromettere l'efficienza e l'efficacia delle operazioni economiche intraprese da tali fondi. Proprio alla luce di tale lacuna, al fine di individuare i tratti distintivi dei citati fondi mobiliari bisogna rifarsi alla prassi operativa e alla letteratura, che hanno individuato i caratteri rappresentativi degli OICR di *private equity* e di *venture capital*[19].

Dapprima è necessario analizzare il fondo di *private equity* che è: «*un organismo di tipo chiuso, orientato all'investimento in* asset *non liquidi, e tendenzialmente rivolto a investitori professionali*»[20]. Nel caso in cui un'operazione di *private equity* preveda l'acquisizione di una partecipazione di minoranza da parte dell'investitore, è prassi che questi subordini il proprio intervento al riconoscimento,

[18] Cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit*., 210. Inoltre, si sottolinea che, come è noto, alla luce di diverse pronunce della giurisprudenza di legittimità – *ex multis* la pronuncia della Corte di cassazione 12062/2019 -, qualsiasi fondo di investimento è privo «*di autonoma soggettività giuridica*». Tale precisazione è doverosa anche alla luce del fatto che, talvolta, nello scritto ci si riferisce direttamente ai fondi – e non alle società di gestione- senza, però, voler attribuire ai primi alcuna *capacità* intrinseca.
[19] Cfr., *ex multis*, CUMMING, JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Amsterdam, 2013, *passim*; GERVASONI – S*ATTIN*, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, IV edizione, 2020, Milano, 28; MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017 *passim*; ALVARO, ANNUNZIATA, *La partecipazione dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2018, 36 s.
[20] Cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit*., 208.

da parte degli altri soci o almeno del socio di maggioranza della *target* company, di una serie di diritti. Tra questi, i principali includono «*l'investitura dei diritti di governance*»[21] ed il diritto di attivare strumenti negoziali che garantiscano la liquidazione dell'investimento entro un periodo di tempo determinato (il cosiddetto «diritto di *exit*»)[22]. È importante sottolineare che tali investimenti non prevedono, a priori, una scadenza precisa per il rimborso né il pagamento di interessi; tale circostanza colloca il finanziatore in una posizione *attiva* all'interno della direzione aziendale, dato l'interesse diretto allo sviluppo del *business* piuttosto che alla mera solvibilità dell'impresa.

Tra il *private equity* ed il *venture capital* vi è un rapporto di *genus* a *species*. La letteratura economica distingue i due strumenti citati tenendo conto dello stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa quando essa riceve il sostegno del fondo. Pertanto, solo il finanziamento dell'avvio dell'impresa (*early stage financing*) o il supporto allo sviluppo (*expansion financing* o *development capital)* sono attività che rientrano nella strategia dei fondi di *venture capital*, che investono in imprese di recente costituzione anche mettendo a disposizione delle stesse il proprio *know-how*[23]. Difatti, i beneficiari dell'investimento sono imprese non quotate, spesso caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e da un profilo di rischio altrettanto significativo, data anche la fase iniziale dello sviluppo del progetto imprenditoriale[24]. Non a caso, il rischio

[21] Cfr. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa e tit. cred*., 2008, I, 207.
[22] Cfr. MAZZA, *op. ult. cit.*, XV; ALVARO, ANNUNZIATA, *op. ult. cit*., 37; STABILINI, TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm*., 2010, I, 966; FRIGNANI, *Voce Venture capital*, in *App. Nov. dig. it*., vol. VII, 1987, 1119 s.
[23] Cfr. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, 2002, n. 55, 15 s.
[24] Si tratta, generalmente, di imprese che offrono nuovi prodotti o servizi oppure di aziende che prevedono l'introduzione di tecnologie innovative, cfr. SALATINO, *Un'introduzione al* venture capital, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.4, 2024, 805 ss. Cfr., inoltre, MAZZA, *op. ult. cit.*, I ss.; GERVASONI, *op. ult. cit*., 28; SZEGO, *op. ult. cit.*, 16; in particolare, Szego ritiene che: «*la nozione di venture capital non ha significato univoco; spesso non si distingue da quella, più generale, di* private equity *o dall'attività di* merchant banking. *Questa incertezza di termini è in parte giustificata poiché in*

associato a tali operazioni rappresenta un limite rilevante che spesso scoraggia una partecipazione più ampia degli investitori, ancorché istituzionali. Per concludere l'analisi, occorre considerare che l'orizzonte temporale dell'investimento è tipicamente di medio-lungo termine[25], a conclusione del quale, come si è detto, la partecipazione azionaria del fondo viene ceduta, spesso mediante operazioni di *exit* pianificate[26]. Tale evento è strettamente legato al fatto che l'obiettivo degli investitori non è ottenere guadagni dalla distribuzione ordinaria degli utili — un evento che, nelle prime fasi di sviluppo di un'impresa, si verifica raramente o assume dimensioni limitate — quanto realizzare un profitto significativo al momento, appunto, del disinvestimento, puntando sulla crescita di valore nel medio-lungo termine[27].

Sulla base di quanto sin qui esaminato, risulta evidente che i fondi di *private equity* e di *venture capital* hanno assunto un ruolo strategico nel mercato, alla luce: i) dell'ampia capacità finanziaria di cui dispongono[28]; ii) della condivisione di competenze specifiche con le imprese a favore della crescita e dello sviluppo di queste ultime; iii) dell'orizzonte temporale dell'investimento, che consente una pianificazione attenta e articolata, limitando l'assunzione di decisioni determinate da *short-termism*[29]. Non a

tutti e tre i casi si è in presenza di un'attività di investimento, effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o privati, nel capitale di rischio di altre imprese».

[25] L'investimento deve essere "mantenuto" nella società per un periodo prolungato, poiché è prevedibile che, per un considerevole arco di tempo, la società non generi flussi di cassa. Tali considerazioni valgono, spesso, anche per imprese finanziate da fondi di *private equity*. Inoltre, data l'elevata rischiosità intrinseca a queste operazioni di investimento, in particolare nelle fasi di "*seed*" ed "*early stage*", si possono riscontrare significative difficoltà nel realizzare un disinvestimento per un periodo altrettanto esteso, Cfr. GERVASONI, SATTIN, *op. ult. cit.*, 183.

[26] Cfr. la delibera in data 22 luglio 2004 del Consiglio Direttivo di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt).

[27] Cfr. ANGELICI, *Fra ''mercato'' e ''società'': a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 181 ss.; SZEGO, *op. ult. cit.*, spec. 15 ss.

[28] Che può avere varia natura, potendosi configurare, talvolta – soprattutto quando il fondo assume forma societaria- come uno strumento di *equity*, tal altra di debito. A volte in tale contesto si emettono strumenti di *equity* per il tramite di azioni, ma sovente si distribuiscono anche corposi finanziamenti, senza neppur emettere titoli di debito. In questi termini è intervenuto il Prof. Annunziata – concludendo che entrambi gli strumenti sono necessari- rispondendo ad un quesito del Presidente della sessione di lavori, Prof. Paolo Savona, del convegno i cui atti sono raccolti nel presente volume.

[29] Cfr. *ex multis*, STELLA RICHTER jr., *Long-terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" dell'impresa*, in *Riv. soc*., 2018, 1 ss., DENOZZA, *Lo scopo*

caso, nel corso del 2024 l'ESMA ha divulgato un *Position Paper* intitolato "*Building more effective and attractive Capital Markets in the EU*"[30] contenente una specifica raccomandazione denominata "*Stimulating equity funding to support innovation and growth*" e ivi dedicando particolare attenzione alla necessità di sostenere il *capital equity* ed il *venture capital*, «*which can be important in supporting the lifecycle of SMEs, especially at late stage or IPO phase*». In effetti, considerando lo specifico ruolo che tali strumenti di *private capital* stanno assumendo nell'attuale contesto di mercato, ben si comprende quanto sia determinante il loro apporto al *lifecycle* delle PMI.

Pertanto, alla luce delle caratteristiche sin qui descritte, emerge chiaramente il ruolo cruciale che tali strumenti possono svolgere nel facilitare cambiamenti e transizioni di lungo periodo, come quella ecologica. Non a caso, in Italia è stata costituita la *Cassa Depositi e Prestiti Venture Capital Sgr* con il chiaro obiettivo di incentivare la crescita e l'innovazione delle "imprese nascenti". Tra i fondi promossi spicca il "*Green Transition*". Per il tramite di esso la Sgr supporta la transizione ecologica delle imprese *target* utilizzando sia le risorse del PNRR sia i capitali privati[31]. Il fondo in questione, che rientra nella classificazione di cui all'art. 8 del Regolamento europeo 2019/2088 (SFDR), finanzia le aziende che operano, ad esempio, nell'ambito delle fonti rinnovabili e della mobilità sostenibile, rappresentando un esempio concreto dell'impatto positivo che il *venture capital* può avere sulle imprese e sull'ambiente.

---

della società tra short-termism e stakeholder empowerment, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss., BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al «profitto»*, Milano, 2022, *passim*; LOCCI, *Interesse sociale e sostenibilità in ambito finanziario*, in ROSSANO (a cura di), *L'industria finanziaria di fronte al mutamento del mercato*, Bari, 2023, 127 s. Per un'ampia e articolata analisi a proposito della dimensione temporale dell'agire sostenibile, cfr. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 1, 2021, 255 ss.

[30] Cfr. ESMA, *Building more effective and attractive Capital Markets in the EU. Position Paper*, 22 maggio 2024, raccomandazione n. 9.

[31] Per maggiori informazioni si invia al sito internet consultabile al seguente *link*: https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/fondo_green_transition.page

L'analisi sin qui condotta ha evidenziato il ruolo cruciale del *private equity* e del *venture capital* nel sostenere lo sviluppo e la crescita delle PMI, nonché, come si vedrà meglio in seguito, nell'accompagnare le imprese verso la conversione sostenibile. Non a caso, come si è visto, anche lo Stato italiano – per il tramite della Cassa Depositi e Prestiti mediante il ricorso ai fondi del PNRR – è intervenuto al fine di inserirsi in tale contesto. Tuttavia, è necessario adottare un approccio critico nell'analisi dei fattori che limitano il potenziale di questi strumenti. Tra tutti spiccano l'assenza di un quadro normativo omogeneo e la frammentazione regolamentare a livello europeo; questi rappresentano degli ostacoli significativi che frenano l'integrazione e la competitività dei mercati e, dunque, la piena realizzazione della CMU. Occorre, dunque, un intervento coordinato sia da parte delle istituzioni pubbliche che degli investitori privati. Ciò anche alla luce del fatto che gli investimenti dei fondi di *private equity* e di *venture capital* nelle PMI italiane ammontano rispettivamente allo 0,046% e 0,026% del Prodotto Interno Lordo. In Germania tali valori sono 0,048% e 0,059% mentre in Francia 0,207% e 0,058%[32]. Tali percentuali, se paragonate a quelle del mercato statunitense, sono particolarmente basse; difatti, se si valutano in termini assoluti gli investimenti mondiali nel settore del *venture capital*, si evince che la quota europea ammonta al 19% mentre quella imputabile agli Stati Uniti è pari al 50%[33].

Alla luce di tali criticità, è evidente che il successo dei fondi di *private equity* e *venture capital* non è determinato unicamente dalla capacità di convogliare risorse finanziarie, ma dipende in modo sostanziale dalla predisposizione di un adeguato

[32] Cfr. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, *7° Quaderno di Ricerca*, novembre 2024, 56 s., disponibile al seguente *link*: ttps://www.innexta.it/wp-content/uploads/2024/11/7°-Quaderno-di-Ricerca-sulla-Finanza-Alternativa-per-le-PMI-in-Italia.pdf

[33] Cfr. CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *30 anni di mercato unico europeo: un confronto con gli USA*, febbraio 2024, disponibile al seguente *link*: https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Brief_30_anni_di_mercato_unico_europeo_confronto_con_gli_USA.pdf, ove inoltre si rileva come in Europa il credito al settore privato offerto dalle banche è oltre il 90% del PIL, a fronte del 55% negli USA. Cfr., inoltre, DI VITO, MARTIN FUENTES, MATOS LEITE, *Understanding the profitability gap between euro area and US global systemically important banks*, in *ECB Occasional Paper Series n. 327*, 2023.

framework normativo nonché dalla creazione di condizioni di mercato favorevoli. Di certo in questa fase giocano ruolo chiave anche i conflitti bellici in corso, le nuove *leadership* mondiali e, nel delineato contesto, la crescente tensione geopolitica spinge il mercato nella direzione di investire in *asset* liquidi[34].

Si può, dunque, giungere a una prima parziale conclusione: solo un intervento sinergico che coinvolga il legislatore europeo ed il mercato potrà consentire ai fondi di *private equity* e di *venture capital* di realizzare pienamente il proprio potenziale, promuovendo non solo lo sviluppo economico, ma anche la crescita sostenibile, in linea con gli obiettivi fissati dall'Agenda 2030 e dal *Green Deal* europeo.

4. In continuità con l'analisi avviata nel paragrafo precedente, questa fase della ricerca è dedicata alla verifica di alcuni dati empirici, al fine di comprendere quale ruolo possa concretamente riconoscersi ai citati strumenti del *private capital* nella conversione ambientale del mercato. Per farlo, occorre partire da un'indagine pubblicata nel corso del 2024 dall'*Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt* (AIFI) che esplora il rapporto tra i fondi di *private equity*, di *venture capital* e la sostenibilità[35]. I risultati emersi sono incoraggianti, in quanto evidenziano come tale settore stia progressivamente adottando il principio di sostenibilità conformandosi alla disciplina vigente al fine di raggiungere i delineati obiettivi di decarbonizzazione e di neutralità climatica previsti nell'Agenda ONU 2030 e dall'Unione Europea[36].

[34] Cfr. CAPRIGLIONE, *Cima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, *passim*.
[35] Cfr. AIFI, *Private capital e sostenibilità. Prassi di mercato, evoluzioni attese*, Maggio 2024, consultabile al seguente *link:* https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=O4HRMiOt4l28l81Kb31f6L436oa480
[36] Cfr. ONU, Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015. *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, 21 ottobre 2015; Commissione Europea, *Documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030*, 2019. Con riguardo agli obiettivi europei di neutralità climatica, il cui orizzonte temporale di riferimento è il 2050, cfr. Consiglio Europeo, *Conclusioni – 12 dicembre 2019*, EUCO 29/19; Regolamento 1119/2021/UE del Parlamento europeo e

Nell'indagine condotta dall'Associazione è interessante rilevare come, ad esempio, ben l'86% dei gestori coinvolti abbia aderito ai *Principles for Responsible Investments* elaborati dall'ONU; il 61% pubblichi un *report* ESG mentre il 24% sia in procinto di predisporlo. Inoltre, si rileva che ben l'84% dei prodotti gestiti rientra nella classificazione di cui all'art. 8 ed il 19% nella classificazione di cui all'art. 9 del Regolamento 2019/2088/UE c.d. SFDR[37]. In aggiunta, è significativo constatare che il 56% dei gestori intervistati monitori la riduzione delle emissioni di carbonio delle società e che percentuali analoghe si registrino anche a proposito della verifica del consumo di energia, confermando l'attenzione ad alcuni tra i parametri più significativi per la transizione sostenibile. Tali dati trovano riscontro in un'ulteriore pubblicazione dell'AIFI intitolata "*25 anni di Private Equity in Italia. Esperienze e prospettive dei protagonisti del settore*" ove il richiamo al principio di sostenibilità ed alla necessità di conformarsi ai suoi dettami è frequente e pervasivo in tutto il volume che raccoglie le esperienze più significative proprio in materia di *private equity*.

Alla luce di tali dati, il complesso e variegato contesto del *private capital* intervistato dimostra un'attenzione crescente e una chiara determinazione nel sostenere la transizione sostenibile del mercato, sebbene l'effettiva capacità di raggiungere gli obiettivi di lungo termine sia ancora condizionata da diversi fattori, fra i quali: i) la frammentazione normativa che caratterizza la CMU; ii) l'assenza di un quadro legislativo uniforme e comune nell'ordinamento europeo in materia di *private capital*; iii) l'incertezza normativa legata ai cambiamenti del contesto geopolitico che potrebbero incidere sulle politiche di sostenibilità; iv) la limitata integrazione tra i settori finanziari e industriali in Europa, oltre che più specificamente in Italia. Nonostante tali criticità, da parte delle imprese si riscontra una motivazione altrettanto

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.

[37] Con riguardo alla classificazione di cui all'art. 8, all'interno di tale percentuale, il 22% è qualificato come di tipo "*plus mid green*" ed il restante 64% come di tipo "*light green*". Nella *survey* si specifica che i gestori hanno potuto rispondere selezionando più opzioni.

evidente a intraprendere percorsi di rinnovamento in chiave ecologica, segno di una convergenza strategica tra tutte le parti qui richiamate. Sul punto è utile analizzare i dati una recente analisi[38]che ha coinvolto le PMI italiane. Secondo l'indagine, oltre il 75% degli intervistati identifica il cambiamento climatico come il principale rischio sia per le persone sia per l'economia. Per la medesima percentuale "*il Green Deal va perseguito in quanto opportunità industriale che l'Italia deve cogliere, accelerando la transizione energetica*". Tuttavia, permangono alcune criticità: il 50% degli intervistati ritiene che gli imprenditori non siano sufficientemente informati in materia e il 59% individua negli elevati costi di investimento e negli oneri burocratici i principali ostacoli alla decarbonizzazione[39]. Questi dati evidenziano un problema strutturale: l'assenza di un'adeguata rete di supporto per le imprese, che non solo fornisca risorse finanziarie, ma anche consulenza strategica e tecnica per affrontare la conversione ambientale.

Alla luce di questi dati e delle considerazioni svolte, emerge con chiarezza che gli strumenti di *private capital* possono assumere un ruolo cruciale nel delineato contesto. In particolare, il loro spazio di azione si colloca laddove gli imprenditori individuano le maggiori difficoltà, ovvero nei costi elevati e negli oneri burocratici connessi alla trasformazione sostenibile. In tale ambito, i fondi mobiliari citati possono operare in modo incisivo, non solo finanziando le attività necessarie al cambiamento, ma anche fornendo un supporto per agevolare l'intero processo di transizione. Questo duplice approccio pone i fondi di *private equity* e di *venture capital* come *partners* fondamentali per promuovere una sostenibilità reale e duratura nel mercato.

5. L'analisi condotta ha evidenziato come il *private equity* e il *venture capital* rappresentino strumenti fondamentali per la promozione dello sviluppo

[38] Cfr. l'indagine condotta da *Italy for climate (I4C) e Artigiani Imprenditori d'Italia (CNA)* intitolata "*Le PMI sono pronte a guidare la transizione?*" pubblicata il 18 dicembre 2024 e disponibile al seguente *link*: https://www.fondazionesvilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/Indagine_PMI-e-la-transizione-2.pdf

[39] Inoltre, nel 2019 era stata condotta la medesima rilevazione ed i dati di entrambe sono molto simili.

sostenibile nel contesto economico contemporaneo[40]. Inoltre, come si è detto, le PMI hanno un ruolo centrale nella *Capital Markets Union* e per la Finanza Alternativa, in quanto il loro accesso ai capitali rappresenta un tassello fondamentale per il rafforzamento dell'integrazione finanziaria europea.

In un mercato caratterizzato da sfide complesse come la decarbonizzazione e la transizione energetica, i fondi di *private equity* e di *venture capital* sono degli strumenti in grado di superare alcune delle criticità strutturali che frenano il cambiamento, offrendo risposte innovative e flessibili alle esigenze delle imprese, soprattutto delle PMI. Difatti, da un lato, la capacità del settore *private capital* di mobilitare risorse finanziarie significative consente di affrontare i costi elevati degli investimenti in sostenibilità, individuati dalle imprese come uno dei principali ostacoli alla conversione ambientale. Dall'altro, il valore aggiunto fornito da questi fondi si manifesta attraverso il supporto operativo e strategico, che facilita la pianificazione e la gestione delle trasformazioni di lungo periodo. Tuttavia, la disponibilità di capitali e di adeguate competenze non è di per sé sufficiente a garantire una transizione efficace, se non accompagnata da un contesto regolatorio più favorevole.

I dati empirici analizzati dimostrano una crescente consapevolezza tra i gestori dei fondi riguardo la necessità di conformarsi ai principi ESG e alle (varie) normative europee in materia. Al contempo, anche le PMI mostrano un interesse sempre più marcato a perseguire obiettivi di sostenibilità, percepiti non solo come una necessità ambientale, ma anche come un'opportunità per accrescere la competitività[41].

Tuttavia, restano alcune sfide aperte, tra cui l'assenza di un puntuale quadro regolamentare del *private equity* e del *venture capital* a livello europeo. Questa

[40] La ricerca ha riguardato essenzialmente il contesto italiano poiché caratterizzato da un tessuto produttivo dominato dalle PMI, che costituiscono il *target* privilegiato di investimento di tali fondi.
[41] In questo senso sembrano orientarsi anche le più recenti indicazioni dell'Unione, si veda, ad esempio, il programma europeo denominato "*A Competitiveness Compass for the EU*", 29 gennaio 2025, promosso all'interno di una comunicazione dalla Commissione europea, consultabile al seguente *link:* ttps://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en

disomogeneità normativa non solo limita la capacità di attrarre investimenti transnazionali, ma crea dubbi e incertezze nell'applicazione delle regole, aumentando l'incertezza per gli operatori del settore. Un maggiore coordinamento normativo potrebbe non solo incentivare ulteriormente l'adozione di questi strumenti, ma anche contribuire alla realizzazione di un mercato più integrato, favorendo il completamento della *Capital Markets Union*.

Alla luce di quanto emerso, risulta evidente che il ruolo del *private capital* non si limita al semplice apporto di risorse economiche. Esso rappresenta, piuttosto, un agente di trasformazione strutturale in grado di rinnovare il tessuto imprenditoriale, favorendo l'adozione di pratiche innovative e sostenibili. Questo posizionamento strategico, se sostenuto da un quadro normativo più omogeneo e da politiche pubbliche coerenti, potrebbe consolidare il *private equity* e il *venture capital* come attori chiave nella costruzione di un'economia sostenibile e resiliente. Ciò anche in virtù del fatto che proprio la capacità intrinseca di supportare trasformazioni durature delinea il valore strategico dei fondi qui descritti che, pur essendo espressione delle libertà economiche fondamentali sancite nel TFUE (e basilari nella costituzione della Comunità Economica Europea), nel delineato contesto potrebbero realizzare le istanze contemplate nell'art. 37 della Carta di Nizza. Così garantendo, al contempo, il rispetto delle libertà e la tutela dei diritti[42].

Un ulteriore aspetto da considerare riguarda il ruolo dello Stato e delle istituzioni pubbliche, che possono agire da catalizzatori degli investimenti sostenibili, incentivando modelli di cofinanziamento tra il capitale pubblico e quello privato. L'esperienza della Cassa Depositi e Prestiti Venture Capital Sgr e del fondo "*Green Transition*" dimostra come interventi mirati possano accelerare la diffusione della finanza sostenibile, ma resta ancora molto da fare per creare un ecosistema favorevole

[42] Per un'ampia e approfondita analisi circa il rapporto tra libertà e diritti fondamentali nell'Unione europea, NAVARRETTA, *Libertà fondamentali dell'U.E. e rapporti tra privati: il bilanciamento di interessi e rimedi civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 878 ss.

alla crescita del settore.

In definitiva, il futuro del *private capital* è, almeno in parte, legato alla sua capacità di contribuire agli obiettivi delineati dall'Agenda 2030 e dal *Green Deal* europeo; sebbene, allo stato attuale, sussiste qualche dubbio circa la possibilità che gli ambiziosi risultati di decarbonizzazione ivi descritti possano essere raggiunti nei prossimi cinque anni ed è, dunque, ragionevole supporre che sia necessario almeno un ulteriore lustro.

Ad ogni modo, per trasformare l'attuale "*golden age*" della Finanza Alternativa in un fenomeno strutturale e duraturo, è necessario un cambiamento sistemico che superi le attuali frammentazioni e favorisca il pieno sviluppo del contesto di mercato qui analizzato.

Anna Maria Pancallo

Ricercatrice di Diritto dell'Economia

nell' Università Politecnica delle Marche

LA CARTOLARIZZAZIONE COME STRUMENTO DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVO PER LE IMPRESE: SPUNTI DI RIFLESSIONE ALLA LUCE DI UNA RECENTE PRONUNCIA DI LEGITTIMITÀ*

(Securitization as an Alternative Financing Tool for Businesses: Reflections in Light of a Recent Supreme Court's pronuncement)

ABSTRACT: *Lo scritto analizza l'operazione di cartolarizzazione sia come strumento di finanziamento alternativo per le imprese – rispetto al tradizionale ricorso al credito bancario - sia come procedimento complesso che può richiedere il coinvolgimento di un numero elevato di soggetti anche diversi da quelli esplicitamente previsti dalla l. 130/1999. In particolare, traendo spunto dalla pronuncia della Suprema Corte, tenta di dimostrare come alcuna violazione di attività riservata sembra concretizzarsi in presenza di una delega al Sub-Servicer della mera attività di recupero del credito.*

The paper analyses the securitisation transaction both as an alternative financing tool for companies - with respect to traditional recourse to bank credit - and as a complex procedure that may require the involvement of a large number of parties, including those explicitly envisaged by Law 130/1999. In particular, taking its cue from the Supreme Court's pronouncement, it attempts to demonstrate how no violation of reserved activity seems to materialise in the presence of a delegation to the Sub-Servicer of the mere activity of credit recovery.

SOMMARIO: 1. L'operazione di cartolarizzazione. Cenni normativi. – 2. L'impatto della Corte di cassazione, 18 marzo 2024, n. 7243. - 3. La riscossione e il mero recupero dei crediti. – 4. Il recepimento della *Secondary Market Directive* e considerazioni conclusive.

* Contributo approvato dai revisori.

1. Come noto, la "cartolarizzazione" è la cessione di un portafoglio di crediti da parte di un soggetto (c.d. "*Originator"*) ad una società veicolo (di seguito, *SPV*) appositamente costituita[1] che provvede alla conversione di tali crediti in titoli negoziabili sul mercato[2].

Le operazioni di cartolarizzazione possono essere effettuate solo tramite SPV di cui all'art. 3, l. n. 130/1999, iscritte in un elenco tenuto dalla Banca d'Italia e costituite per emettere titoli sul mercato il cui valore e rendimento è determinato esclusivamente dai crediti oggetto di cartolarizzazione[3].

La costituzione dell'SPV è quindi funzionale alla creazione di un patrimonio separato, regolato all'art. 3, comma 2°, l. n. 130/1999, il quale stabilisce che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da

[1] Le società veicolo devono essere considerate non mere articolazioni organizzative interne della cedente ma soggetti distinti e organizzati nelle forme delle società commerciali a tutti gli effetti (in questi termini v., da ultimo, Trib. Brindisi, 16 aprile 2024, in *www.dirittodelrisparmio.it*). Cfr. anche Provvedimento della Banca d'Italia, 12 dicembre 2023, in *www.bancaditalia.it*, ove la società veicolo viene definita come «*l'impresa con sede legale in Italia che è costituita conformemente al diritto nazionale e comunitario e che si avvale di un soggetto incaricato di svolgere il ruolo di servicer ai sensi dell'art. 2, comma 6°, della Legge 30 aprile 199, n. 1302*».

[2] In Italia, la *securitisation*, tecnica finanziaria legata al fenomeno della disintermediazione, conosciuta nell'esperienza anglo americana sin dai primi anni settanta, è stata fino ad oggi utilizzata non tanto come strumento di finanziamento in senso stretto, quanto piuttosto come tecnica contabile diretta alla riorganizzazione delle attività del cedente, coinvolgendo soprattutto soggetti di natura bancaria (sul punto v. S. SEPE, *Il servicer e l'attività di servicing: evidenza empirica e profili giuridici,* in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Padova, 2002, p. 73 ss.; D. GALLETTI, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, a cura di M. Alberti, 2000, p. 1053 ss., secondo cui deve essere considerato l'impatto che le cartolarizzazione di crediti possono avere sui patrimoni di vigilanza dei cedenti, trasformando un elemento di bilancio da attivo da ponderare a posta che incrementa i mezzi propri; da ultimo, C. D'ELIA, *Finanza strutturata e rilancio dell'economia europea. La securitization bancaria, assicurativa e di asset di proprietà intellettuale a sostegno della ripartenza,* in *Contr. e impr*., 2024, p. 1179 ss.).
Sulla disciplina della cartolarizzazione, tra i molti, v. P. MESSINA, *Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia,* Torino, 2009; P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti,* in *Riv. dir. civ*., 2001, II, p. 265 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Brevi note sulla legge 30 aprile 199, n. 130 recante Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti,* in *Banca, borsa e tir. cred.*, 1999, I, p. 499 ss., che rileva come le operazioni di cartolarizzazione sono disciplinate a livello primario dalla l. 30 aprile 1999, n. 130 3, e a livello secondario dalla Circolare di Banca d'Italia 3 aprile 2015, n. 288.

[3] Cfr. Provvedimento di Banca d'Italia, 12 dicembre 2023, cit., con cui è stato istituito presso la Banca d'Italia l'elenco delle società veicolo di cartolarizzazione preordinato all'assolvimento di finalità eminentemente statistiche, ovvero di raccolta di dati e informazioni, come il bilancio, i flussi inerenti alle operazioni di cartolarizzazione e le (eventuali) cancellazioni totali o parziali delle attività cartolarizzate.

quello della società e da quello relativo ad altre operazioni e su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori di titoli emessi per finanziare l'acquisto dei titoli stessi[4].

Tuttavia, l'art. 2, comma 6°, l. 130/199 prevede che, in presenza di un credito cartolarizzato, l'attività di c.d. *servicing* finalizzata alla riscossione debba essere svolta solo dalle società vigilate, iscritte all'albo di cui all'art. 106 TUB, preventivamente indicate nell'avviso di cessione pubblicato in G.U.[5] e corrispondenti alle società indicate nei prospetti informativi afferenti ai titoli collocati sul mercato[6].

La legge riserva, quindi, esplicitamente a banche e intermediari finanziari iscritti all'albo *ex* art. 106 TUB la riscossione dei crediti ceduti e i servizi di cassa e pagamento, nonché le verifiche di conformità delle operazioni alla legge e ai prospetti informativi[7].

Orbene, la centralità di tale prescrizione evidenzia come gli interessi tutelati dal legislatore non si limitano ad essere quelli connessi alla correttezza ed alla legalità dell'operato degli intermediari finanziari, ma sono anche e soprattutto quelli degli "investitori" in senso lato, ossia la platea di risparmiatori che intende investire nei titoli

[4] Dalla natura di patrimonio separato discende, in applicazione dei principi generali, la non assoggettabilità alle azioni esecutive proposte dai creditori distinte dagli investitori acquirenti dei titoli (cfr. E. GABRIELLI-R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 1523 ss.; G. CAPALDO, *La novella alla legge 130/1999. Nuove figure di separazione patrimoniale*, in *Nuova Giur. civ.*, 2019, p. 376, che evidenzia come il patrimonio separato individuato dalla legge n. 130/1999 si collochi in rapporto alla più generale disciplina dei patrimoni separati). Il patrimonio separato è stato altresì accostato al trust, ricostruendosi l'SPV quale ipotetico trustee con funzione di gestione del patrimonio separato e ciò non per uno scopo generico ma in favore di beneficiari, determinati o, comunque, determinabili coincidenti con gli acquirenti dei titoli emessi dall'SPV.

[5] Sulla natura dell'avviso di cessione pubblicato in Gazzetta Ufficiale e, in particolare, sulla valenza di tale avviso a dare prova dell'intervenuta cessione del credito v., in giurisprudenza, Cass., 29 febbraio 2024, n. 5478, in *www.iusexplorer.it*, secondo cui la detta comunicazione di natura pubblicistica assume efficacia ai fini della sola notificazione al debitore ceduto, ma non è idonea a dar prova dell'avvenuta cessione del credito a fronte di una specifica contestazione da parte di quest'ultimo. In tal caso, difatti, la cessionaria è onerata di produrre il contratto di cessione da cui possa evincersi l'avvenuta cessione dello specifico credito.

[6] Il singolo investitore dal prospetto informativo dovrà e potrà avere piena informazione degli elementi essenziali dell'investimento del caso: oggetto, tipologia, rischio e l'indicazione della società vigilata che curerà l'essenziale attività di riscossione del credito.

[7] Cfr. Trib. Siena, 26 gennaio 2024, in *www.dirittodelrisparmio.it*, che ha affermato come l'art. 106 TUB impone ai fini dell'esercizio dell'attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico l'iscrizione da parte degli intermediari finanziari nello specifico albo tenuto dalla Banca d'Italia.

emessi a seguito dell'operazione di cartolarizzazione[8].

La tutela dei privati investitori, portatori di un interesse pubblico da tutelare *ex* art. 47 Cost, viene, dunque, posta al centro della normativa in esame, giustificando la riserva dell'attività esclusivamente in favore di soggetti "autorizzati" alla concessione di finanziamenti presso il pubblico di risparmiatori-investitori.

Sicché, il richiamo operato dall'art. 2, comma 6°, l. 130/1999 alle previsioni di cui all'art. 106 TUB rispecchia l'esigenza che anche gli intermediari finanziari che si occupano delle attività di riscossione dei crediti cartolarizzati siano sottoposti al sistema di vigilanza ivi previsto[9].

In tale contesto, il *servicer* è il soggetto al quale, ai sensi della l. 130/1999, la SPV affida sia compiti di natura tecnico-operativi, consistenti nella riscossione dei crediti ceduti e nella prestazione dei servizi di cassa[10] e di pagamento[11], sia in senso lato di garanzia[12], consistenti nella verifica della conformità alla legge e al prospetto informativo di ciascuna delle operazioni concluse nell'ambito della cartolarizzazione[13].

---

[8] Cfr. M RISPOLI, *op. cit.*, p. 1536, secondo cui non può negarsi che l'iscrizione all'Albo abbia come funzione anche quella di ingenerare l'affidamento nel cliente.

[9] In argomento, v. S. SEPE, *op. cit.*, 84, secondo cui a differenza del gruppo creditizio dove la vigilanza della capogruppo è diretta conseguenza del suo potere di direzione e coordinamento, a sua volta giustificato dalla partecipazione al capitale delle controllate, il *servicer* diviene «propulsore» della Banca d'Italia solo per adempiere ad un fine istituzionale che la legge gli impone.

[10] Per servizio di cassa deve intendersi quell'attività di controllo materiale e contabile della liquidità derivante dalla riscossione indipendentemente dal fatto che venga depositata presso una banca (cfr. D. GALLETTI, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 1051; E. SPANO, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, pp. 419-420, secondo cui il servizio di cassa si avvicinerebbe ad una garanzia nei confronti dei portatori dei titoli ravvisabile nell'assicurare la canalizzazione separata del flusso finanziario che è decisivo per rendere effettiva la garanzia degli investitori rispetto alla segregazione patrimoniale).

[11] Il servizio di pagamento si sostanzia nell'impartire ordini di trasferimento (cfr. D. GALLETTI, *Grande distribuzione commerciale e autoproduzione dei servizi bancari*, in *Banca impr. Società*, 2000, p. 61 ss.).

[12] Cfr. Banca d'Italia, 23 agosto 2000, "*Disposizioni per le società di cartolarizzazione*", in *www.securititation-services.com*., ove quella che viene definita come funzione di garanzia deve avere ad oggetto tutta l'operazione di cartolarizzazione e tutti i soggetti ivi coinvolti; in particolare, tutte quelle operazioni che direttamente o indirettamente coinvolgono i flussi di cassa in entrata (riscossione dei crediti ceduti e reinvestimento della liquidità di volta in volta raccolta) e i flussi di cassa in uscita (pagamenti effettuati dai portatori dei titoli, altri soggetti della cartolarizzazione, nonché i vari accantonamenti effettuati).

[13] L'attività operativa del *servicer* coniuga la tipicità di due momenti della cartolarizzazione: la relazione che intercorre tra cessione dei crediti e rifinanziamento sul mercato del negozio di cessione è difatti collegata alla riscossione dei crediti e al conseguente pagamento effettuato ai creditori della

Vi è dunque un forte coinvolgimento del *servicer* – e correlativa responsabilità – nella garanzia del buon fine dell'operazione e nella tutela dei primari interessi dei portatori dei titoli[14].

A fronte del quadro normativo qui brevemente richiamato e ai fini della presente indagine, occorre rilevare come nella prassi di mercato la concreta realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione rappresenti un procedimento complesso che può richiedere il coinvolgimento di un numero elevato di soggetti, anche diversi da quelli esplicitamente previsti dalla l. 130/1999[15].

In questa prospettiva, Banca d'Italia, con la Circolare 3 aprile 2015, n. 288[16], ha disciplinato il caso dell'intermediario finanziario (c.d. *Servicer*) che, nel rispetto della disciplina generale in materia di esternalizzazione di cui alla sezione V della stessa Circolare, si avvale di soggetti terzi nello svolgimento di attività connesse con la riscossione dei crediti ceduti e con i servizi di cassa e pagamento[17].

In particolare, con la Comunicazione dell'11 novembre 2021 della Banca

cartolarizzazione (cfr. G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, p. 165 ss., secondo cui il profilo del collegamento negoziale dei vari contratti che costituiscono il complesso mosaico dell'architettura giuridica di una cartolarizzazione è evidente e sublimato nell'attività di *servicing*, laddove il soggetto incaricato ai sensi della legge deve, in vista dell'unitario interesse voluto dalle molteplici controparti (ivi inclusi gli investitori), farsi garante dell'armonizzazione delle attività effettuate dalle parti con la pluralità dei negozi posti in essere).

[14] Anche se il *servicer* viene visto dal mercato come il soggetto garante per il buon funzionamento dell'operazione, la sua obbligazione è di mezzi e non di risultato. Ciò è funzionale e connaturato all'obbligazione c.d. *limited recourse* che i portatori dei titoli vantano nei confronti della società veicolo (cfr. G. RUMI, *Securitisation in Italia*, in *Giur. comm*., 2000, I, p. 441).

[15] Proprio per questo, in passato la cartolarizzazione è stata poco fruibile per le imprese anche a causa di elevati costi di *set-up* ed operativi (costi legali, costi legati alla costituzione/ gestione della SPV e costi delle varie parti dell'operazione), della complessità dell'operazione (legata principalmente alla negoziazione e sottoscrizione di un impianto documentale articolato e complesso).

[16] Cfr. Circolare 3 aprile 2015, n. 288, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, cit.

[17] Per la precisione, al Titolo III – *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, Capitolo I – *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, Sezione VII – *Principi organizzativi relativi a specifiche attività o profili di rischio*, par. 5.1. – *Esternalizzazione*, si è affermato che «in caso di esternalizzazione di attività connesse con la riscossione dei crediti ceduti e con i servizi di cassa e pagamento, si richiama in particolare la necessità che il contratto di esternalizzazione preveda espressamente che il *servicer* sia abilitato ad effettuare verifiche periodiche sui soggetti incaricati volte a riscontrare l'accuratezza delle loro segnalazioni, a individuare eventuali carenze operative o frodi e ad accertare la qualità ed efficacia delle procedure di incasso».

d'Italia[18] viene esplicitata la distinzione tra l'attività svolta dal c.d. *Master servicer*, soggetto vigilato responsabile dei soli compiti di garanzia, non delegabili, previsti dalla l. n. 130/1999 e lo *Special servicer*, operatore incaricato delle attività di recupero, titolare di licenza *ex* art. 115 TULPS ma non vigilato[19].

Sicché, nella prassi si assiste all'esternalizzazione[20] di talune attività meramente esecutive a soggetti titolari della licenza prevista dall'art. 115 TULPS[21].

La dinamica di tali attività prevede la delega del delegato ad un terzo: il delegato (c.d. *Master servicer*) delega ad un terzo (c.d. *Special servicer*) il compito di recuperare il credito[22].

Sul punto, può dunque dirsi che l'autorità di vigilanza legittima tali pratiche operative ritenendole evidentemente conformi al quadro normativo di riferimento in materia[23].

---

[18] Cfr. Comunicazione 11 novembre 2021 – *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza.*

[19] In argomento, v. F. PANETTA, "*Sviluppi economici e politica monetaria nell'area euro"*, 30° Congresso Assiom Forex, Genova, 10 febbraio 2024, secondo cui se l'ecosistema di operatori specializzati nella gestione del recupero del credito rappresenta orami una componente essenziale della filiera del credito, vi sono spazi di miglioramento messi in evidenza dai controlli sui *master servicer* e dai quali sono emerse carenze organizzative che richiedono di rafforzare i controlli e migliorare la gestione dei rischi e le strategie di recupero, soprattutto laddove queste ultime sono affidate a terzi (c.d. *special servicer*).

[20] L'esternalizzazione è quel fenomeno in forza del quale una banca o un intermediario finanziario possono affidare a un terzo lo svolgimento di una funzione (processo, servizio o attività) del proprio ciclo aziendale nell'ambito di un'intesa in forza del quale il soggetto vigilato mantiene la responsabilità sulle attività esternalizzate a terzi, assicurandosi attraverso i più adeguati poteri di monitoraggio (e la facoltà di reinternalizzazione), che essa sia svolta in conformità alle normative vigenti e agli standard di qualità richiesti (in questo senso, M. DE POLI, *op. cit.*, p. 986; v. anche, Banca d'Italia, Circolare 3 aprile 2015, n. 288, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, in *www.bancaditalia.it*).

[21] Le altre strutture di *servicing* che sono impiegate nella pratica nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione sono: *i)* la struttura *mono-servicer* in cui il soggetto vigilato (banca o intermediario che sia) - e che normalmente riveste anche il ruolo di *originator* – gestisce il portafoglio cartolarizzato per conto della società di cartolarizzazione, senza procedere a delega alcuna a favore di gestori terzi; *ii)* lo schema di *servicing* (c.d. a raggiera) secondo cui la società di cartolarizzazione delega, da un lato, al soggetto vigilato le funzioni "istituzionali" previste dalla legge sulla cartolarizzazione e, dall'altro lato, ad un soggetto diverso (normalmente un'agenzia di recupero stragiudiziale del credito) l'attività di recupero in senso stretto.

[22] Sicché, da un rapporto di procura (cessionario-*master servicer*) si passa ad un rapporto di *sub* procura (*master servicer-special servicer*).

[23] In questo senso, Banca d'Italia, Circolare 3 aprile 2015, n. 288, cit.; contra, Banca d'Italia, Circolare 11 novembre 2021, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza*, in *www.bancaditalia.it*, che ha evidenziato i rischi della prassi di esternalizzare l'attività di

Ma vi è di più. Nel progettare l'operazione di cartolarizzazione è necessario tenere in adeguata considerazione le caratteristiche del mercato finanziario su cui si procederà a negoziare i titoli.

In questa attività il c.d. *Originator* dovrà valutare una pluralità di elementi tra cui: le caratteristiche degli *assets*[24], i vincoli di natura legislativa e fiscale della cessione e, più in generale, la fattibilità e la convenienza complessiva dell'operazione, nonché i tempi effettivi di effettuazione della stessa.

Peraltro, i requisiti principali che un portafoglio di *assets* deve possedere al fine di essere oggetto di cartolarizzazione possono essere: *i)* stabilità dei flussi di cassa associati; *ii)* elevata trasparenza al fine di ridurre al minimo il rischio di asimmetrie informative; *iii)* livello di diversificazione coerente con il rischio-rendimento atteso dai possibili investitori; *iv)* elevata affidabilità dei terzi coinvolti; *v)* scadenze di pagamento frequenti e flessibilità nella loro gestione.

Individuate le caratteristiche, l'operazione di cartolarizzazione sembrerebbe offrire una rilevante opportunità di accesso al mercato dei capitali anche per le imprese di medie dimensioni. Ed invero, a queste ultime, è spesso associato un elevato rischio che limita notevolmente la possibilità e la capacità di accedere a fonti di finanziamento tradizionale.

Per converso, l'accesso a un programma di cartolarizzazione potrebbe consentire alle imprese di reperire risorse finanziarie indipendentemente dal profilo di rischio connesso all'impresa e quindi in modo più agevole e conveniente.

In altri termini, la cartolarizzazione può anche fungere da catalizzatore per l'innovazione finanziaria, contribuendo non solo a diversificare la raccolta di fondi, ma anche a favorire in modo efficiente la diversificazione del rischio[25].

recupero a società non vigilate in quanto potenzialmente elusiva dei presidi posti dal legislatore a tutela di interessi pubblici.

[24] Particolarmente in ordine alla natura, diversificazione e liquidabilità.

[25] Attraverso la creazione di nuovi veicoli di investimento, l'operazione di cartolarizzazione può stimolare il coinvolgimento del settore privato, incentivando gli investitori a sostenere progetti innovativi e a contribuire al successo delle iniziative previste in seno all'Unione europea (cfr. C. D'ELIA, *op. cit.*, 1208)

Nel delineato contesto, ha impattato la decisione della Corte di cassazione, 18 marzo 2024, n. 7243 che – oltre a dimostrare come la cartolarizzazione sia tornata al centro di un recente dibattito giurisprudenziale volto a contemperare, da un lato, le esigenze di tutela degli investitori e di stabilità del mercato finanziario e, dall'altro, l'interesse alla certezza del diritto - suggerisce alcuni spunti di riflessione critica in ordine alla distinzione fatta propria dalla normativa di primo e secondo livello tra attività di riscossione e di mero recupero del credito[26] e richiamata anche da una pronuncia della giurisprudenza di merito[27].

2. Occorre preliminarmente prendere le mosse dalla citata sentenza, con la quale la Suprema Corte si è pronunciata in maniera innovativa sulle conseguenze derivanti dalla omessa iscrizione all'albo *ex* art. 106, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385[28] (d'ora innanzi: TUB) dei soggetti concretamente incaricati alla riscossione dei crediti cartolarizzati (c.d. *Special servicer* o *Sub servicer*).

Nel caso di specie, la società veicolo (c.d. *Special Purpose Vehicle*, *SPV*) costituita per la realizzazione di una operazione di cartolarizzazione di crediti conferiva l'incarico di recuperare i crediti cartolarizzati ad un terzo soggetto, un intermediario iscritto

[26] La Suprema Corte ha altresì omesso di considerare come il compimento dell'attività c.d. "riservata" di riscossione da parte di un *servicer* non iscritto all'albo speciale potrebbe avere la finalità di eludere i controlli amministrativi e penali, specie in materia di contrasto alle operazioni di riciclaggio che risultano, tuttavia, efficacemente garantite proprio dall'intervento sul mercato di un soggetto vigilato (cfr., sul punto, A. URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito,* Padova, 2005, p. 168 ss.; F. BERGHELLA, *L'antiriciclaggio verso un nuovo aspetto europeo,* in *Bancaria*, 2022, n. 4, p. 76 ss.; A. ANTONUCCI, *L'intermediazione finanziaria non bancaria nel d.lgs. 141/2010,* in *Riv. trim. dir. econ*., 2011, I, p. 29, che, cogliendo l'occasione del rapporto tra lotta al riciclaggio e disciplina dell'intermediazione finanziaria, individuò in primo luogo una sorta di griglia ricognitiva di intermediari, attivi nell'intermediazione finanziaria, ma non sottoposti a disciplina, prescindendo dall'operatività o meno nei confronti del pubblico).

[27] Cfr. Trib. Treviso, 18 dicembre 2023, in *www.ilcaso.it.*

[28] In argomento, v. F. CAPRIGLIONE- V. LEMMA, *Art. 106. Albo degli intermediari finanziari*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Milano, 2018, p. 1565 ss.; da ultimo, M. RISPOLI, *Commento all'art. 106 TUB*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa e A. Mirone, Torino, 2024, p. 1531 ss. In merito alla natura giuridica dell'iscrizione all'Albo v. M.P. DE TROIA-E. GALANTI, *L'accesso all'esercizio dell'attività,* in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, Padova, 2008, p. 424, secondo cui l'atto dell'iscrizione all'Albo ha una valenza innanzitutto ricognitiva; M. PORZIO, *Le imprese bancarie,* Torino, 2007, p. 158, secondo cui l'iscrizione nell'albo ha funzione di pubblicità notizia.

all'albo *ex* art. 106 TUB (c.d. *Master Servicer*) che, a sua volta, come da prassi operativa, subdelegava il compimento dell'attività di recupero ad un ulteriore soggetto (c.d. *Special Servicer* o *Sub-Servicer*), non iscritto al citato albo *ex* art. 106 TUB ma titolare di licenza *ex* art. 115 R.D. 18 giugno 1931, n. 773 (d'ora innanzi: TULPS).

In particolare, la ricorrente eccepiva il difetto di rappresentanza della società incaricata della riscossione dei crediti cartolarizzati (c.d. *Special Servicer*) - resistente con controricorso in cassazione - che agiva quale mera procuratrice all'incasso, ma che non risultava iscritta all'albo di cui all'art. 106 TUB. Circostanza, quest'ultima, che ad avviso di parte debitrice avrebbe dovuto comportare la nullità del conferimento dell'incarico di recupero del credito per contrarietà al disposto di cui agli artt. 2, comma 6°, l. 30 aprile 1999, n. 130, e 106 TUB.

In proposito, parte opponente considerava tali norme come imperative[29] e inderogabili in quanto poste a presidio di interessi pubblicistici.

La Suprema Corte ha ritenuto tale eccezione artificiosa e destituita di fondamento.

A sostegno della decisione in commento, la Corte ha negato il carattere di norme imperative inderogabili delle disposizioni di cui agli artt. 2, comma 6°, l. 30 aprile 1999, n. 130, e 106 TUB rilevando come in relazione all'interesse tutelato, qualsiasi disposizione di legge, in quanto generale e astratta, potrebbe presentare profili di interesse pubblico, ma ciò non basta a connotarla in termini imperativi, dovendo pur sempre trattarsi di «preminenti interessi generali della collettività» o «valori giuridici fondamentali»[30].

[29] La categoria delle norme imperative non concerne unicamente le norme che si riferiscono alla struttura o al contenuto del regolamento negoziale, bensì anche quelle che, in assoluto, oppure in presenza o in difetto di determinate condizioni soggettive e oggettive, direttamente o indirettamente, vietano la stipula stessa del contratto, ponendo la sua esistenza in contrasto con la norma imperativa (cfr. Cass., Sez. Un., 15 marzo 2022, n. 8472, in *www.iusexplorer.it*).
Sulla c.d. concezione imperativistica del diritto v. F. CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Napoli, 1998, p. 70 ss., il quale ha sostenuto che con la formula della imperatività si vuole denotare che il comando è elemento indefettibile dell'ordinamento giuridico o, in altre parole, il prodotto semplice o primo del diritto.
[30] Il mero riferimento alla rilevanza economica (nazionale e generale) delle attività bancarie e finanziarie non vale di per sé a qualificare in termini imperativi tutta l'indefinita serie di disposizioni del c.d. "diritto

Ad avviso della Corte, gli artt. 2, comma 6°, l. 30 aprile 1999, n. 130, e 106 TUB non hanno alcuna valenza civilistica, ma attengono alla regolamentazione (amministrativa) del settore bancario (e, più in generale, delle attività finanziarie), la cui rilevanza pubblicistica è specificamente tutelata dal sistema dei controlli e dei poteri (anche sanzionatori) facenti capo all'autorità di vigilanza[31] e presidiati anche da norme penali[32].

Sicché, non vi è alcuna valida ragione – secondo la Cassazione - per trasferire automaticamente sul piano del rapporto negoziale (o persino sugli atti di riscossione compiuti) le conseguenze delle condotte difformi degli operatori, al fine di provocare il travolgimento di contratti o di atti processuali di estrinsecazione della tutela del credito, in sede cognitiva o anche esecutiva[33], asseritamente viziati da un'invalidità "derivata".

La Suprema Corte[34], affermati tali principi, anche richiamando le argomentazioni e statuizioni di un precedente orientamento delle Sezioni Unite in

dell'economia", contenute in interi apparati normativi come il TUB o il TUF. In senso critico, sul punto, v. M. DE POLI, *Nullità virtuale e diritto dell'economia: il caso del recupero dei crediti cartolarizzati,* in *Società*, 2024, p. 987, secondo cui la Suprema Corte volendo trarre dall'osservazione della l. n. 130/1999 conclusioni valide per l'intero diritto dell'economia, è incorsa nel vizio di ipergeneralizzazione, figlia di quella tendenza alla concettualizzazione e alla semplificazione di una realtà molto complessa, non rappresentata né rappresentabile da quel canone poco significativo che è la l. n. 130/1999.

[31] Si consideri la funzione di controllo sulla regolarità delle linee comportamentali degli appartenenti al settore bancario e finanziario.

[32] Il riferimento è alle disposizioni in materia di abusivismo bancario e finanziario, volte anche a contrastare fenomeni di riciclaggio e usura (cfr., da ultimo, G. LOSAPPIO, *Art. 132. Abusiva attività finanziaria*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 2371 ss.).

[33] Cfr. precetti, pignoramenti e interventi.

[34] Per un primo commento alla pronuncia della Suprema Corte in esame v., D. NARDONE, *Mancata iscrizione all'albo ex art. 106 TUB e Cass. Civ., Sez. III, 18 marzo 2024, n. 7243: tana liberi tutti!,* in *www.rivistadidirittodelrisparmio.it*; D. ROSSANO-P. MESSINA, *Mancata iscrizione dello Special Servicer all'albo ex art. 106 TUB: una recente cassazione,* in *www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com*, secondo cui i giudici della Corte hanno affermato la validità degli atti compiuti dallo *Special Servicer* giungendo a tale conclusione mediante un approccio che delinea una dicotomia tra la normativa civilistica e la normativa regolamentare amministrativa e penale; da ultimo, I. SABBATELLI, *Art. 106 T.U.B. e crediti cartolarizzati: quale interesse?,* in *Riv. trim. dir. econ*., 2024, n. 2, p. 72; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 984 ss., che attraverso un percorso argomentativo diverso rispetto a quello della Suprema Corte riconosce la correttezza della soluzione adottata.

relazione ad altra specifica questione[35], ha ritenuto come dall'omessa iscrizione all'albo *ex* art. 106 TUB del soggetto concretamente incaricato della riscossione dei crediti non derivi alcuna invalidità - non ravvedendo alcun difetto di rappresentanza – avendo al più tale mancanza rilievo sul diverso piano del rapporto con l'autorità di vigilanza[36] o per eventuali profili penalistici.

3. Precisato come l'operazione di cartolarizzazione configuri un procedimento complesso, sorge la problematica relativa agli effetti che derivano dalla mancata iscrizione dello *Special servicer* all'albo *ex* art. 106 TUB che, ad avviso della Suprema Corte, contrariamente a quanto statuito da una parte della giurisprudenza di merito[37], assumerebbe rilievo solo sul piano del rapporto con l'autorità di vigilanza o per eventuali profili penalistici[38].

A prescindere dalla problematica su esposta, ciò che in questa sede si intende sostenere è che nessuna violazione di attività riservata si concretizza in presenza della delega al *Sub-servicer* della mera attività di recupero. Ciò in quanto la normativa di settore di primo e secondo livello appare distinguere l'attività di riscossione (svolta

[35] Cfr. Cass., Sez. Un., 16 novembre 2022, n. 33719, in *www.iusexplorer.it*, secondo cui «*non integra norma imperativa la disposizione (qual è quella con la quale il legislatore ha demandato all'autorità di vigilanza sul sistema bancario di fissare il limite di finanziabilità nell'ambito della «vigilanza prudenziale») la cui violazione, se posta a fondamento della nullità (e del travolgimento) del contratto condurrebbe al risultato di pregiudicare proprio l'interesse che la norma intendeva proteggere, che è quello alla stabilità patrimoniale della banca e al contenimento dei rischi nella concessione del credito*»

[36] In questi termini, da ultimo, cfr. Cass., Sez. Un., 17 maggio 2024, n. 13749, in *www.iusexplorer.it*; Trib. Macerata, 11 maggio 2024, in *www.dirittodelrisaprmio.it*. Trib. Modena, 26 marzo 2024, in *www.dirittodelrisparmio.it*; Trib. Genova, 21 marzo 2024, in *www.dirittodelrisparmio.it*.

[37] Cfr., *ex multis*, Trib. Siena, 1° febbraio 2024, in *www.dirittodelrisparmio*.it; Trib. Monza, 22 gennaio 2024, in *www.dirittodelrisparmio.it*; Trib. Livorno, 18 dicembre 2023, in *www.dirittodelrisparmio.it*, che evidenziano come il conferimento di un incarico diretto da parte della società veicolo ad un *servicer* non iscritto all'albo *ex* art. 106 TUB (ancorché formalmente qualificato come *special servicer*) appare in contrasto con il disposto di cui all'art. 2 della Legge sulle cartolarizzazioni e determina la nullità, sotto il profilo civilistico, dei negozi intersoggettivi (cessione, mandato) e degli atti di riscossione compiuti in loro violazione.

[38] Contra, in giurisprudenza, Trib. Cagliari, 31 gennaio 2024, in *www.iusexplorer.it*, secondo cui «*la previsione di diverse sanzioni da parte dell'art. 132 TUB non è sufficiente a tutelare l'interesse protetto, posto che occorre evitare che, nello specifico, soggetti non iscritti all'elenco di cui all'art. 106 TUB agiscano per la riscossione dei crediti di cui sono titolari le società veicolo*».

dall'intermediario *ex* art. 106 TUB)[39] da quella di mero recupero delegabile ad un soggetto *ex* art. 115 TULPS.

Sul punto è significativo constatare che l'art. 2, comma 6°, l. 130/1999 presenta un contenuto precettivo specifico e chiaro ponendo un determinato requisito in capo ad una delle parti del rapporto (iscrizione all'albo *ex* art. 106 TUB) e riservando agli intermediari finanziari l'intero ciclo dell'attività di riscossione e dunque: organizzazione, amministrazione, gestione, esecuzione e controllo[40].

Se ne deduce che l'incasso del credito costituisce soltanto uno dei momenti che definisce l'attività di riscossione[41] che è possibile delegare a terzi purché il *Master servicer* svolga adeguata attività di monitoraggio.

In altri termini, la normativa prevede che l'attività di riscossione sia riservata a soggetti iscritti all'albo *ex* art. 106 TUB legittimando, quest'ultimi, a delegare talune attività meramente esecutive a soggetti terzi che dovranno sottostare alle direttive impartite dai primi.

Tali considerazioni sono avvalorate dalle disposizioni della Banca d'Italia secondo cui, in caso di esternalizzazione di attività connesse con la riscossione dei crediti ceduti e con i servizi di cassa e pagamento, si prevede che il *Master servicer* sia

[39] L'art. 106 TUB si riferisce espressamente all'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti riservato agli intermediari finanziari autorizzati alla concessione di finanziamenti ed a tali attività devono equipararsi una serie di attività riservate in ambito finanziario quali, in particolare, l'attività di riscossione del credito. La valenza "pubblica" dell'attività giustifica la riserva della stessa solo a favore di soggetti appositamente autorizzati e dunque vigilati e ciò a presidio non solo della correttezza e legalità della condotta da essi direttamente adottata ma anche della loro affidabilità e stabilità (in argomento, v. F. VOLPE, *L'esercizio nei confronti del pubblico,* in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, I, p. 643).

[40] La l. 130/1999 individua come prima attività di *servicing* quella della riscossione dei crediti ceduti. I contenuti di questa attività sono ulteriormente dettagliati dalla disciplina secondaria della Banca d'Italia che impone al *service* di monitorare le scadenze degli attivi cartolarizzati, di avviare e seguire lo svolgimento delle procedure esecutive nonché di curare – se del caso – il riscadenzamento dei prestiti (cfr. Banca d'Italia, Circolare 3 aprile 2015, n. 288, cit.).

[41] Giuridicamente, se la riscossione di un credito qualificato come *in bonis* risulta essere riconducibile alla figura negoziale del mandato all'incasso, la riscossione di un credito qualificato come *non performing* si accosterebbe maggiormente alla figura dell'appalto di servizi (cfr. G. TURRI, *Ambito oggettivo di applicazione della legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Società*, 2004, p. 1495 ss.; P. BONIZZONI, *Profili civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Le vicende traslative del credito*, a cura di A. Natale, Milano, 2020, p. 354 ss., ove l'A. dà atto che nell'esperienza internazionale l'attività di *servicing* viene solitamente delegata allo stesso *originator*).

abilitato ad effettuare verifiche periodiche sui soggetti incaricati volte a riscontrare eventuali carenze operative e ad accertare la qualità ed efficacia delle procedure di incasso[42].

A ben vedere, a nostro avviso, si può ritenere che l'attività di mero recupero che si concretizza con l'esercizio dell'azione esecutiva possa essere ritenuta un'attività diversa dalla riscossione ordinaria dei crediti in quanto il mandatario deve limitarsi ad esercitare l'azione giudiziaria per recuperare coattivamente il credito non riscosso senza poter espletare la tipologia di attività di cui all'art. 2, comma 6°, l. 130/1999 riservata agli intermediari finanziari autorizzati alla concessone di finanziamenti ed alle attività equiparate.

In sostanza, l'attività di riscossione del credito cartolarizzato sembra distinguersi da quella di mero recupero esercitata attraverso l'azione esecutiva dallo *special servicer* quale operatore incaricato del c.d. *master servicer.*

In continuità con tale impostazione, le società sub-delegate o *special servicer* non iscritte all'albo *ex* art. 106 TUB, ma dotate solamente dell'autorizzazione *ex* art. 115 TULPS, non sarebbero legittimate alla riscossione dei crediti cartolarizzati ma solo all'attività di mero recupero del credito attraverso l'esercizio dell'azione esecutiva.

D'altronde, tale principio non si pone in contrasto con quanto stabilito dal decreto del MEF del 2 aprile 2015, n. 53[43] che contiene le norme secondarie di attuazione del TUB e da cui emergono spunti interessanti ai fini della presente

[42] Cfr. Comunicazione 11 novembre 2021 – *Servicers in operazioni di cartolarizzazione: Profili di rischiosità e linee di vigilanza*. Per la precisione v. Titolo III – *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, Capitolo I – *Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni*, Sezione VII – *Principi organizzativi relativi a specifiche attività o profili di rischio*, par. 5.1. – *Esternalizzazione;* sul punto v. anche F. PANETTA, *Sviluppi economici e politica monetaria nell'area euro"*, 30° Congresso Assiom Forex, Genova, 10 febbraio 2024, secondo cui se l'ecosistema di operatori specializzati nella gestione del recupero del credito rappresenta orami una componente essenziale della filiera del credito, vi sono spazi di miglioramento messi in evidenza dai controlli sui *master servicer* e dai quali sono emerse carenze organizzative che richiedono di rafforzare i controlli e migliorare la gestione dei rischi e le strategie di recupero, soprattutto laddove queste ultime sono affidate a terzi (c.d. *special servicer*).

[43] Cfr. Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli artt. 106, comma 3°, 112, comma 3° e 114 del d.lgs. 1.09.1993, n. 385, nonché dell'art. 7-*ter*, comma 1° *bis* della l. 130/1999.

indagine.

Ed invero, l'art. 2, comma 2°, lett. b) del citato D.M. fa riferimento alle attività di recupero stragiudiziale di crediti[44], diversa dall'attività di riscossione dei crediti ceduti di cui all'art. 2, comma 3° e 6° della l. 130/1999.

Sicché, il soggetto che la pone in essere – segnatamente il soggetto *ex* art. 115 TULPS – non deve iscriversi all'albo *ex* art. 106 TUB.

Alla luce delle considerazioni sin qui effettuate, una serie di argomentazioni sembrano deporre a favore della distinzione tra l'attività di riscossione e di mero recupero del credito quali: *i)* la normativa di primo e di secondo livello; *ii)* l'art. 2, comma 2°, lett. b) del decreto MEF 2 aprile 2015, n. 53; *iii)* l'incasso del credito è solo uno dei momenti che definisce l'attività di riscossione; *iv)* l'attività di mero recupero si concretizza con l'esercizio dell'azione esecutiva da parte del mandatario per recuperare coattivamente il credito non riscosso.

4. La tesi fin qui sostenuta appare, recentemente, avvalorata da alcune disposizioni contenute nel d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116[45] con cui è stata recepita nell'ordinamento italiano la direttiva europea n. 2021/2167 (c.d. *Secondary Market Directive* o SMD) relativa ai gestori e acquirenti di crediti deteriorati[46].

---

[44] In dettaglio, l'art. 2, comma 2°, lett. b) del D.M. ha precisato che l'acquisto a titolo definitivo, di crediti – da parte delle imprese di recupero crediti – al ricorrere di determinate condizioni, non costituisce attività di finanziamento. Questa forma di acquisto di crediti non è, pertanto, attività finanziaria e non è riservata.

[45] Entrato in vigore il 14 agosto 2024 (cfr. D. CRIVELLARI, *Crediti deteriorati: un fenomeno endemico. Nuove proposte in Parlamento,* in *Scritti in onore di Gino Cavalli*, in *Dir. Banca e merc. finanz*., 2023, II, p. 71 ss.).

[46] La direttiva modifica le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE. Per una prima analisi, v. P. CARRIÈRE, *La Direttiva SMD su gestori e acquirenti di NPL in via di recepimento,* in *www.dirittobancario.it*, secondo cui la direttiva ha l'obiettivo di armonizzare le regole applicabili alla cessione dei crediti deteriorati, incoraggiando lo sviluppo dei mercati secondari e rinforzando i presidi posti a tutela dei debitori ceduti; da ultimo, v. D. ROSSANO-P. MESSINA, *op. cit.;* R. CAMMARATA, *Verso un nuovo mercato dei crediti bancari non-performing: le principali novità del decreto legislativo n. 116/2024*, in *www.ristrutturazioniaziendali.it;* A. PARZIALE, *Verso il mercato unico dei crediti deteriorati: la Direttiva 2021/2167 sui non performing loans (NPL) nel quadro delle strategie europee di gestione dei crediti deteriorati e il suo recepimento in Italia,* in *Rivista di Diritto Bancario,* 2023, 391 ss., secondo cui la direttiva prevede la liberalizzazione della cessione dei crediti NPL da parte delle istituzioni finanziarie agli "acquirenti di crediti" e l'incremento delle misure di tutela per i debitori ceduti e il rafforzamento della regolamentazione del mercato dei crediti attraverso: *(i)* l'istituzione di un regime

Per quanto concerne il TUB viene introdotto all'interno del Titolo V - dedicato ai soggetti operanti nel settore finanziario - il nuovo Capo II, denominato «*Acquisto e gestione di crediti in sofferenza e gestori di crediti in sofferenza*»[47] e si rende obbligatorio per l'acquirente dei crediti diverso da una banca[48] l'affidamento della gestione dei crediti in sofferenza a una banca, a un intermediario di cui all'articolo 106 TUB, ovvero a un "gestore di crediti in sofferenza"[49] (art. 114.3, 2° comma).

Nello specifico, per «gestione di crediti in sofferenza» la direttiva ha inteso lo svolgimento di una o più delle seguenti attività: *(i)* riscossione e recupero dei pagamenti dovuti dai debitori; *(ii)* la rinegoziazione dei termini e le condizioni contrattuali purché non costituisca attività di concessione di finanziamenti riservata ai sensi dell'art. 106 TUB[50]; *(iii)* la gestione dei reclami dei debitori; *(iv)* la gestione di ogni obbligo informativo nei confronti dei debitori (art. 114.1, 1° comma, lett. b).

Per converso, non costituisce attività di gestione di crediti in sofferenza l'attività di recupero stragiudiziale esercitata, sulla base di un accordo di esternalizzazione di funzioni aziendali, dai soggetti titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'art. 115 TULPS (art. 3, comma 5°, disposizioni transitorie e finali del d.lgs. n. 116/2024)[51].

Giova, al proposito, rilevare come il d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116 all'art. 114.2,

minimo di autorizzazione e vigilanza per i gestori di crediti NPL; *(ii)* la regolamentazione dei rapporti tra acquirenti, gestori di crediti NPL e, laddove presenti, fornitori di servizi di gestione dei crediti; *(iii)* un regime normativo specifico per la protezione dei debitori che include obblighi informativi, regole di condotta, la creazione di un nuovo albo di vigilanza e la gestione dei reclami.

[47] I crediti in sofferenza vengono intesi come «*i crediti concessi da banche e altri soggetti abilitati alla concessione di finanziamenti e classificati in sofferenza secondo le disposizioni attuative della Banca d'Italia*» (art. 114.1, comma 1°, lett. a).

[48] L'acquirente dei crediti viene individuato dalla direttiva come la persona fisica o giuridica, che non sia Ente creditizio, che acquista crediti/contratti deteriorati nell'esercizio della propria attività commerciale o professionale (cfr. art. 114.1, comma 1°, d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116).

[49] Tali gestori di crediti deteriorati sono soggetti ad uno specifico regime autorizzativo e di vigilanza presidiato dalla Banca d'Italia, a cui è affidata anche la gestione dell'apposito Albo dei gestori di crediti deteriorati (cfr. D. CRIVELLARI, *Gestione dei crediti in sofferenza. SMD e decreto legislativo 216/24,* in *www.ristrutturazioniaziendali.it*.)

[50] Non è ricompresa l'attività svolta da intermediari del credito (così come definiti dagli art. 120-*quinquies*, comma 1, lettera g), e 121, comma 1, lettera h) del TUB).

[51] In argomento, v. A. DOLMETTA-U. MALVAGNA-A. DE RINALDIS, *Ragioni di perplessità sullo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva UE 2021/2167*, in *www.dirittobancario.it*, che evidenziano la collocazione infelice della previsione che non sembra né transitoria né finale.

comma 2°, "esenta" dalla sua applicazione le cartolarizzazioni[52]

Tali precisazioni stimolano alcune riflessioni conclusive.

La normativa di primo e secondo livello e la *Secondary Market Directive* sembrano distinguere l'attività di riscossione (svolta da un intermediario *ex* art. 106 TUB o da un gestore di crediti in sofferenza *ex* art. 114.3, 2° comma) da quella di mero recupero delegabile ad un soggetto *ex* art. 115 TULPS.

Sicché - a nostro avviso e contrariamente a quanto statuito dalla Suprema Corte - alcuna violazione di attività riservata pare concretizzarsi in presenza di una delega al *Sub-Servicer* della mera attività di recupero.

Tuttavia, pare emergere la necessità di un coordinamento della recente direttiva sia con il TUB che con la legge sulla cartolarizzazione, non essendo prevista una espressa disciplina normativa che regoli il fenomeno della c.d. "esternalizzazione" delle attività di gestione di riscossione e recupero dei crediti cartolarizzati[53].

Da altro angolo visuale e ai fini della presente indagine, non ci si può esimere dal rilevare come - per la creazione di valore che la tecnica della cartolarizzazione di *assets* apporta alle imprese sia private, sia pubbliche – sia auspicabile aspettarsi una maggiore diffusione di questo strumento finanziario all'interno del mercato europeo.

Al riguardo, va sottolineato come il progetto europeo denominato *Capital Markets Union* abbia tra i suoi principali obiettivi lo sviluppo dell'industria finanziaria

[52] L'art. 114.2, comma 2°, d.lgs. 30 luglio 2024, n. 116, testualmente prevede che "*le disposizioni del presente Capo non si applicano alla gestione di crediti in sofferenza effettuata nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, quando l'acquirente di crediti in sofferenza è una società veicolo per la cartolarizzazione di cui all'articolo 2, punto 2, del regolamento (UE) 2017/2402"* (cfr., sul punto, I. SABBATELLI, *Art. 106 T.U.B. e crediti cartolarizzati: quale interesse?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, n. 2, p. 72).

[53] Cfr. I. SABBATELLI, *op. cit.*, pp. 73-74, secondo cui appare evidente che il legislatore nazionale, pur essendo stato sollecitato in sede di consultazione sullo schema del decreto di recepimento, non abbia inteso procedere con quel processo di regolamentazione e riforma delle attività della filiera del credito deteriorato; v. anche A. DOLMETTA-U. MALVAGNA- ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS, *Gestori di NPL: ragioni di perplessità sullo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva UE 2021/2167*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, p. 11, che evidenzia il mancato coordinamento con la normativa di cui al codice della crisi d'impresa, posto che a un credito in sofferenza corrisponde, per definizione, una situazione di crisi economica e patrimoniale del debitore.

non bancaria[54].

In definitiva, la cartolarizzazione - insieme agli strumenti del *private equity* e del *venture capital* - può rappresentare una valida alternativa di finanziamento per le imprese rispetto al tradizionale ricorso al credito bancario[55].

Francesco Angelo Re

Ricercatore di Dirtto Commerciale

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

[54] Nell'ambito del progetto della *Capital Markets Union* sono nate (e stanno ancora nascendo) numerose iniziative volte a incoraggiare l'accesso delle imprese e delle PMI al mercato dei capitali europei, quale ad esempio l'introduzione dell'*UE Growth Prospectus* edella categoria degli *SME Growth Markets*.
[55] Cfr. MANTA, *Cartolarizzazione: analisi e ruolo di uno strumento di finanziamento alternativo,* in *Amministrazione e Finanza*, dicembre 2003, p. 63.

LA RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA ED IL FUTURO DELLA *CLIMATE CHANGE LITIGATION*: RIFLESSIONI A VALLE DELLA DECISIONE DELLA CORTE D'APPELLO DELL'AIA NEL CASO *MILIEUDEFENSIE* C. *ROYAL DUTCH SHELL (SHELL 2)*[*] [**]

(Corporate Social Responsibility and Climate Change Litigation in the aftermath of the Court of appeal in The Hague's ruling in Milieudefensie v. Royal Dutch Shell (shell 2))

ABSTRACT: *Il presente contributo analizza le implicazioni della recente decisione della Corte d'Appello dell'Aia nel caso Milieudefensie c. Royal Dutch Shell (cd. Shell 2) sul futuro della climate change litigation e della Corporate Social Responsibility. La sentenza, pur confermando la responsabilità generale dell'impresa nella lotta al cambiamento climatico, ha significativamente rimodulato l'approccio del tribunale di primo grado, escludendo la possibilità di imporre specifici obiettivi di riduzione delle emissioni in assenza di specifici interventi legislativi in merito. L'analisi condotta evidenzia come la decisione, lungi dal rappresentare un mero "passo indietro" nella tutela ambientale, suggerisca la necessità di un approccio integrato che combini l'enforcement giudiziale ad una più precisa definizione normativa degli obblighi d'impresa, specialmente a livello eurounitario. La Corte, distinguendo tra diverse categorie di emissioni e sottolineando l'importanza di preservare la competitività nel mercato unico delinea, in questo senso, un nuovo paradigma per valutare la responsabilità delle imprese in materia ambientale, evidenziando come l'efficacia della climate change litigation dipenda dalla preventiva definizione di standard scientifici e normativi chiari per la valutazione della compliance ambientale.*

[*] Contributo approvato dai revisori.

[**] Il presente scritto costituisce esito di parte delle ricerche condotte nell'ambito del Progetto *Jean Monnet* "*Sustainability and Regulation in the European Union*" (ID:101127397), co-finanziato dal programma Erasmus+ della Commissione Europea.

The paper examines the implications of the recent decision by the Court of Appeal of The Hague in Milieudefensie v. Royal Dutch Shell (sc. Shell 2 judgment) for the future of climate change litigation and Corporate Social Responsibility. While the ruling confirms companies' general responsibility in fighting climate change, it significantly modifies the first instance court's approach by excluding the possibility of imposing specific emission reduction targets without dedicated legislative intervention. The analysis shows how the decision, far from representing a mere "step backward" in environmental protection, calls for an integrated approach combining judicial enforcement with a more precise regulatory definition of corporate obligations, especially at the EU level. The Court, by distinguishing between different categories of emissions and emphasizing the importance of preserving competitiveness in the single market, outlines a new paradigm for assessing corporate environmental responsibility, highlighting how the effectiveness of climate change litigation depends on the prior definition of clear scientific and regulatory standards for evaluating environmental compliance.

SOMMARIO: Introduzione – 2. La *climate change litigation* e la sua rilevanza (cenni) - 3. La decisione della Corte d'Appello dell'Aia nel caso *Milieudefensie et al. c. Royal Dutch Shell* (cd. Shell 2) - 4. La *climate change litigation* dopo Shell 2: tigre di carta o prodromi di un second impact?

1. Il rispetto dei principi di *Corporate Social Responsibility* (CSR) da parte delle imprese quali elemento cardine connesso al perseguimento di finalità di successo sostenibile[1] rappresenta una componente strutturale all'interno dei fenomeni

[1] In merito v., in generale, e con riferimento agli studi della dottrina del diritto dell'economia CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. dell'econ.,* 2022, 1, p. 1 ss.; ANTONUCCI, *La responsabilità sociale e l'impresa bancaria*, in AA.VV., Finanza impresa e nuovo umanesimo, Bari, 2007, p. 175 ss.; MIGLIONICO, *Responsabilità sociale dell'impresa*, in *Mondo bancario*, 2011; BEVIVINO, La *responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2018; SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale,* in *Riv. trim. dir. dell'econ.,* 2024, 1, p. 12 ss.; PELLEGRINI, *Rileggere la solidarietà in epoca contemporanea: riflessioni intorno a "solidarietà, un principio normativo" (G.*

imprenditoriali, anche alla luce della crescente attenzione dedicata al fenomeno dal legislatore dell'Unione[2].

La CSR si è affermata, come noto, quale *framework* concettuale ed operativo attraverso cui le imprese devono integrare considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nelle proprie strategie di business. Tale processo di integrazione implica, come a più riprese sottolineato in dottrina[3], un ripensamento sostanziale dei modelli di valutazione del rischio, delle opportunità di investimento, nonché delle tecniche di interazione con i diversi *stakeholders* condizionati dai processi decisionali dell'azienda, laddove la performance ESG (*Environmental, Social and Governance*) assume un ruolo determinante nella definizione del valore aziendale. La necessità, per le imprese, di rendere note attraverso attività di comunicazioni e *reporting* le proprie strategie di CSR, raggiungendo una sintesi tra gli obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale e le logiche di profittabilità di mercato, favorisce la definizione di processi di allocazione del capitale che considerino non solo i rendimenti connessi alle attività imprenditoriali ma anche l'impatto ad ampio spettro dell'*agere* aziendale, considerandone l'idoneità ad incidere sul rispetto degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (i *Sustainable Development Goals, SDG*).

Alpa, 2022) nel prisma della corporate governance, in *Riv. trim. dir. dell'econ.,* 2023, suppl. al n. 1, p. 42 ss. e riferimenti *ivi* presenti.

[2] LENER, LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca. Borsa Titoli di Credito*, 2023, 1, p. 6 ss; *STELLA RICHTER, Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi, in Rivista delle società, 2022, pp. 714-725;* NATOLI, *La responsabilità civile d'impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, marzo 2022, p. 1 ss.; RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia,* 2022, 1, pp: 315-326; SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, p. 83 ss.

[3] SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2023, aprile/giugno, p. 327 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, FRIGENI, SCHNEIDER, *Conduct Risk as a Possible Approach for Enhancing ESG-related Risks' Awareness and Management*, in ALEXANDER, GARGANTINI, SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and* Governance, Cambridge, 2024.

In considerazione della rilevanza acquisita dal fenomeno, sia in prospettiva normativa che con riferimento allo svilupparsi di *best practice* di mercato[4] non dovrebbe sorprendere la parallela emersione di una crescente richiesta di definizione di appropriati meccanismi di *enforcement* pubblico e privato, idonei a promuovere l'effettiva *accountability* di quegli operatori (*in primis* gli Stati, le imprese private ovvero i loro esponenti apicali) che non contribuiscano con le loro attività al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità o, financo, ostacolino il processo di transizione[5].

In questo senso, uno dei più significativi sviluppi nel panorama giuridico-economico contemporaneo è certamente osservabile nell'espansione che ha caratterizzato i fenomeni di contenzioso climatico[6]. Il ricorso alla *climate change litigation* ha rappresentato in anni recenti uno strumento di primario rilievo per la promozione di istanze di tutela ambientale, altresì in virtù dell'atteggiamento recettivo mostrato dai tribunali dell'Unione nell'accoglimento di istanze in tema di cambiamento climatico: il progressivo ampliamento dei requisiti di legittimazione attiva in favore delle Organizzazioni Non Governative impegnate nella tutela dell'ambiente[7] insieme alla ricomprensione dei fenomeni connessi al cambiamento climatico all'interno della più ampia *species* dei diritti umani ha, nei fatti, reso possibile un incremento dei

[4] Cfr. GIANNACCARI, *Mercato e Sostenibilità: Superare il Concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa*, in *Comp. Law Rev.*, 2022, 13, p. 13 ss.; RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 185 ss.; SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, p. 72 ss.

[5] LIBERTINI, *Gestione «sostenibile» delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e impresa*, 2023, 1, pp. 54 ss.; VILLAVICENCIO CALZADILLA, *Climate change litigation: a powerful strategy for enhancing climate change communication*, in LEAL FIHLO, LACKNER, MCGHIE (a cura di), *Addressing the Challenges in Communicating Climate Change Across Various Audiences*, Springer, 2019, pp. 231 ss.

[6] In tema v. *ex multis* MARINAI, *Il contenzioso e la legislazione climatica: un interminabile valzer sulle note della due diligence*, in *Resp. civ. prev.*, 2023, 1327; PISANÒ, *Il diritto al clima. Il ruolo dei diritti nei contenziosi climatici europei*, Napoli, 2022; PULEIO, *Il contenzioso climatico italiano di diritto privato tra teoria degli obblighi positivi e tutela oggettiva dei diritti umani*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2024, 2, pp. 361-388.

[7] VILLANI, *L'accesso alla giustizia ambientale da parte delle ong nel quadro giuridico dell'unione europea alla luce della prassi recente*, in *Eurojus*, 2023, p. 151.

contenziosi in materia di fronte alle giurisdizioni eurounitarie e nazionali, tale da rendere la *climate litigation* una "leva" essenziale per la promozione di condotte imprenditoriali improntate a sostenibilità.

2. In termini generali, il contenzioso climatico (o *climate change litigation*) può essere definito come l'insieme delle azioni – giudiziarie, para-giudiziarie e riferibili ad organi di composizione arbitrale – esperibili in materia di contrasto a politiche, processi o pratiche imprenditoriali suscettibili di avere un impatto negativo in termini di transizione ecologica e sociale (laddove la prima assume, certamente, maggiore originalità alla luce della più risalente esperienza maturata in tutela dei diritti umani a livello internazionale ed europeo).

Si tratta, dunque, di una nozione all'interno della quale possono in via di principio ricomprendersi sia le azioni intentate nei confronti di governi e Stati per l'inadeguatezza delle strategie di gestione dei processi climatici adottate nell'ambito delle politiche pubbliche[8], sia le iniziative promosse avverso imprese in virtù l'impatto negativo della loro attività in termini di contrasto al cambiamento climatico[9], ovvero ancora i contenziosi derivanti dall'inottemperanza da parte delle aziende agli obblighi di *disclosure* e *reporting* sull'impatto ambientale dei propri prodotti e servizi (ad esempio, nei casi di *greenwashing*[10]) mediante comportamenti idonei ad ostacolare "in via indiretta" il perseguimento delle istanze di sostenibilità attraverso un'inadeguata comunicazione al mercato.

[8] PEEL, OSOFSKY, *Climate Change Litigation*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 16, 2020, pp. 22-23; KOTZÉ, MAYER, VAN ASSELT, SETZER, BIERMANN, CELIS, et al., *Courts, climate litigation and the evolution of earth system law*, in *Global Policy*, 2024, 15, pp. 5–22; VALAGUZZA, *Liti strategiche e cambiamento climatico*, in *Riv. giur. amb*., 2021, 67 ss.

[9] RUNYON, *How litigation funding drives progress in the ESG agenda*, in www.thomsonreuters.com, 29 giugno 2023.

[10] Si consenta in merito un richiamo a DAVOLA, *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2024, ottobre/dicembre, pp. 1 - 41 e riferimenti *ivi* presenti; v. altresì ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2023, 601 ss.; BALLAN, CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Wash. & Lee L. Rev*., 2024, 81, 545 ss.

Rispetto alle più consolidate forme di contenzioso, e posta l'unitarietà dell'obiettivo di promuovere modelli di transizione ecologica responsabile, la *climate change litigation* si caratterizza per la presenza di alcuni elementi distintivi quali l'eterogeneità degli attori potenzialmente coinvolti – spaziandosi dagli individui alle organizzazioni non governative, dagli enti pubblici alle imprese, fino ai gruppi di azionisti – e specifiche basi giuridiche di riferimento, osservandosi nella prassi una casistica che attinge, *inter alia*, alle disposizioni di diritto ambientale, alle norme (sovente di matrice internazionale) in tutela dei diritti umani nonché, volgendo lo sguardo alla disciplina domestica ed eurounitaria, a previsioni riconducibili al diritto societario e dei consumi.

Si tratta di un fenomeno in rapida evoluzione che, alla luce della propria duttilità, ha acquisito nella prassi un ruolo sempre più rilevante come strumento per promuovere istanze di *climate justice*[11]nei confronti di attori pubblici e privati.

Il contenzioso climatico, in altri termini, si è affermato come strumento, al contempo, di *enforcement* e *accountability*, contribuendo a definire gli standard di comportamento e gli obblighi incombenti sui soggetti operanti a vario livello all'interno del mercato, in relazione ai rischi climatici.

Nell'ultimo quinquennio, in particolare, arresti di rilievo all'interno del territorio dell'Unione, quali quelli tedeschi nei casi *Lliuya c. RWE*[12], *Neubauer et al.* c. *Germania*[13] e *Deutsche Umwelthilfe eV* c. *Germania*[14] ovvero in Olanda Corte nel caso *Milieudefensie et al.* c. *Royal Dutch Shell* (quantomeno, per quanto riguarda il giudizio

[11] V. JAFRY (a cura di), *Routledge Handbook of Climate Justice*, Abingdon, 2019; PEEL, OSOFSKY, *A Rights Turn in Climate Change Litigation?*, in *Transnational Environmental Law*, 2018, pp. 37 ss.; SCHAPPER, *Climate justice and human rights*, in *International Relations*, 2018, 32, 3, pp. 275-295. Nella dottrina italiana cfr. CARDUCCI, *La ricerca dei caratteri differenziali della "giustizia climatica"*, in *DPCE*, 2, 2020, p. 1345 ss.; MONTINI, *Verso una giustizia climatica basata sulla tutela dei diritti umani*, in *Ordine internazionale e diritti umani*, 2020.

[12] Corte regionale di Essen, decisione N. 2 O 285/15.

[13] Bundesverfassungsgericht, 24 marzo 2021, casi Nn. BvR 2656/18/1, BvR 78/20/1, BvR 96/20/1, BvR 288/20. Cfr. KOTZÉ, *Neubauer et al. versus Germany: Planetary Climate Litigation for the Anthropocene?*, in *German Law Journal*, 2021, 22, 8, 1423-1444.

[14] *Neubauer et al. c. Germania*. Leitsätze zum Beschluss des Ersten Senats vom 24. März 2021 – 1 BvR 2656/18 – 1 BvR 78/20 – 1 BvR 96/20 – 1 BvR 288/20.

di prime cure) hanno consolidato il ruolo della *climate litigation* come elemento funzionale al raggiungimento degli obiettivi climatici, nonché per la promozione delle esigenze di tutela dei diritti umani connesse alla preservazione dell'ecosistema

Coerentemente, tale tendenza è stata interpretata dalla dottrina come destinata a consolidarsi ulteriormente posto che, ad avviso pressoché unanime, gli avanzamenti compiuti a livello scientifico (soprattutto) in merito alle tecniche di identificazione del legame tra emissioni di gas serra e cambiamento climatico avrebbero dovuto rafforzare l'apparato probatorio in favore degli attori nei processi di *climate litigation* e, dunque, la responsabilizzazione delle imprese e degli attori pubblici, consolidando un trend globale in continua ascesa[15], peraltro trovando riscontro a livello normativo.

Con riferimento a questo aspetto, e guardando all'ordinamento giuridico europeo, la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CS3D)[16] ha introdotto una pluralità di doveri di diligenza[17] nei confronti degli operatori privati, funzionali a vincolare lo sviluppo del settore privato al rispetto dei *Sustainable Development Goals* dell'ONU, adottati nel 2015, nonché agli accordi internazionali siglati nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici[18]: in particolare, si richiede ad ogni azienda di calcolare la *carbon footprint* connessa ai processi di produzione ed organizzazione con l'obiettivo di a garantire che "il modello di business e la strategia aziendale perseguiti siano compatibili con la transizione a un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 ºC in conformità dell'accordo di Parigi"[19].

[15] D'ALESSANDRO, CASTAGNO (a cura di), *Reports & Essays on Climate Change Litigation*, in *Quaderni del Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Torino*, Torino, 2024; SETZER, HIGHAM, G*lobal trends in climate change litigation: 2024*, in https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/global-trends-in-climate-change-litigation-2024-snapshot/.
[16] 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.
[17] CS3D, articoli 7-16.
[18] Tra i quali si richiamano, in particolare, l'Accordo di Parigi del 12 dicembre 2015 e il Patto per il clima di Glasgow del 13 dicembre 2021.
[19] Cfr. la *Relazione* corredata alla Proposta della CS3D, p. 4.

Gli obblighi stabiliti dalla Direttiva a tale scopo spaziano dall'onere di individuazione preventiva degli impatti ambientali negativi potenziali delle proprie attività lungo la catena di fornitura a quello di attivarsi per ridurre gli impatti negativi già prodotti; più, si impone alle aziende un generale dovere di monitoraggio dell'impatto ambientale delle proprie azioni – da operarsi a cadenza regolare e da documentare attraverso un rigoroso processo di reportistica – che includa altresì la creazione di canali di segnalazione per tutti gli attori coinvolti nella catena di fornitura. I vincoli organizzativi coinvolgono altresì le strutture di vertice dell'azienda: ai sensi della CS3D il consiglio di amministrazione dovrà assicurarsi che la sostenibilità sia integrata nelle decisioni strategiche dell'impresa, garantendone la conformità e migliorando la capacità dell'azienda di gestire i rischi ESG e creare valore a lungo termine[20].

Del pari, al fianco delle decisioni già richiamate, le posizioni espresse dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo all'inizio del 2024 nei casi *Klima Seniorinnen*, *Duarte* e *Carême*[21] hanno consolidato l'interrelazione tra diritti umani e giustizia climatica e riconosciuto la legittimazione dei cd. enti esponenziali ad agire in tutela dei diritti fondamentali intesi in una prospettiva intertemporale ed intergenerazionale[22] connessa ad un generale onere del legislatore e delle imprese di programmare le riduzioni delle emissioni di gas serra al fine di raggiungere l'obiettivo della neutralità climatica.

---

[20] V. *ex multis* MOSCO, FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 1, pp. 185-211. TENREIRA, *Corporate Best Practice from Soft Law to Hard Law: The Case of Corporate Sustainability and Due Diligence Directive (Cs3d)*, in *International Business Law Journal*, 2024, 1, pp-269-284.

[21] Rispettivamente caso *Verein KlimaSeniorinnen Scheriz e altri c. Svizzera*; caso *Duarte Agostinho et al. c. Portogallo et al.*; caso *Carême c. Francia*. In dottrina v. Letwin, Klimaseniorinnen: *The Innovative and the Orthodox*,17 aprile 2024, in https://www.ejiltalk.org/klimaseniorinnen-the-innovative-and-the-orthodox; Reich, *KlimaSeniorinnen and the Choice Between Imperfect Options. Incorporating International Climate Change Law to Maintain the ECHR's Relevance Amid the Climate Crisis*, in *Verfassungsblog*, 18 aprile 2024, https://verfassungsblog.de/klimaseniorinnen-and-the-choice-between-imperfect-options; SERAFINELLI, *Dal caos all'ordine (e viceversa): l'impatto del trittico della Corte EDU sul contenzioso climatico europeo di diritto privato*, in *DPCE online*, 2024, 2, pp. 1493 ss.

[22] WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *Our Common Future*, Oxford University Press, 1987 (repr.2009), in part. p. 43 ss.; PISANÒ, *L'Evoluzione dei Contenziosi Climatici nei Report UNEP (2017-2023*), in *Eun. Riv. st. pac. dir. um*., 2023, p. 145 ss.

Proprio la natura intergenerazionale di tali valori sarebbe, peraltro, idonea ad avviso della dottrina a fondare la qualificazione della giustizia climatica nei termini di "diritto soggettivo a tutela oggettiva"[23]

In proposito, coloro che del tema si sono occupati hanno evidenziato come gli obiettivi sociali e ambientali, diventando oggetto di una regolazione vincolante, traducano ormai principi e norme di tutela originariamente elaborati in fonti di matrice sovranazionale in comportamenti direttamente imposti alle imprese, realizzando nella prassi un'operazione di *Drittwirkung* e, più in generale, favorendo un affermarsi dei fenomeni di cd. diritto regolatorio[24].

A fronte dell'ottimismo osservatosi in merito allo sviluppo della *climate litigation* nel territorio dell'Unione, il tratteggiato quadro è stato profondamente inciso dal "cambio di rotta" reso dalla corte d'appello dell'Aia (*Gerechtshof Den Haag*) il 12 novembre 2024 proprio in occasione del processo di seconde cure relativo al caso *Milieudefensie et al.* c. *Royal Dutch Shell*.

3. Il procedimento di primo grado – oggetto, proprio per la sua rilevanza sistemica di ampia attenzione in dottrina[25] – traeva origine dalla domanda presentata da *Milieudefensie (Friends of the Earth Netherlands)*, insieme ad altre organizzazioni ambientaliste nel 2020, al fine di richiedere al Tribunale distrettuale dell'Aia di imporre a *Royal Dutch Shell* (di seguito, "Shell") una riduzione delle proprie emissioni di CO_2 del 45% entro il 2030 rispetto ai livelli esistenti nel 2019: *Milieudefensie* riteneva, infatti,

[23] ORESTANO, *Diritti soggettivi e diritti senza soggetto*, in *Jus*, 1960, p. 149 ss.; altresì PULEIO, *Il contenzioso climatico italiano di diritto privato tra teoria degli obblighi positivi e tutela oggettiva dei diritti umani*, cit. p. 370; BURGERS, *Justitia, the People's Power and Mother Earth*, Amsterdam, 2020.
[24] Cfr., SICLARI, *Evoluzione della funzione di vigilanza sui mercati finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia,* 2022, suppl. 3 al n. 1, cit. p. 98; GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, suppl. gennaio/marzo, p. 23 ss.; NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2020, 1, p. 137 ss.
[25] *Ex multis* PEEL, MARKEY-TOWLER, *Recipe for success?: Lessons for strategic climate litigation from the Sharma, Neubauer, and Shell cases*, in *German Law Journal*, 2021, 22, 8, pp. 1484-1498; HÖSLI, *Milieudefensie et al. v. Shell: a tipping point in climate change litigation against corporations?*, in *Climate Law*, 2021, 11, 2 pp. 195-209; MANNA, *Il caso Milieudefensie et al. contro Royal Dutch Shell plc e la proposta di direttiva della Commissione europea sulla corporate sustainability due diligence, l'alba di una nuova giustizia climatica?,* in *Comparative Law Review*, 2024, 15, 1.

che alla luce del *trend* osservabile nelle decisioni operate dai vertici della società, e del loro impatto sul livello delle emissioni dell'azienda, il raggiungimento degli obiettivi di neutralità ambientale identificati dalla disciplina eurounitaria ed internazionale risultasse, nei fatti, irrimediabilmente compromesso.

Da un punto di vista strettamente procedurale, la richiesta di primo grado trovava la propria base giuridica – in assenza, al tempo, della CS3D ovvero di altre discipline direttamente applicabili – sia in disposizioni di diritto olandese (ed in particolare nell'articolo 6:162 del *Burgerlijk Wetboek* in materia di responsabilità aquiliana), negli articoli 2 e 8 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, relativi rispettivamente alla protezione del diritto alla vita e del diritto alla vita privata e familiare, nonché nelle Linee Guida ONU su Imprese e Diritti Umani, le quali impongono alle imprese multinazionali un generale dovere di diligenza nella prevenzione delle violazioni dei diritti umani. Emergeva poi, incidentalmente, il ruolo del principio di precauzione *ex* art. 191 TFEU quale elemento fondativo di forme di tutela a carattere intergenerazionale in materia ambientale[26].

Il Tribunale distrettuale dell'Aia, con sentenza resa il 26 maggio 2021[27] aveva accolto le richieste di *Milieudefensie*., ordinando a Shell di operare una riduzione delle emissioni del 45% entro il 2030[28]; decisione successivamente impugnata dall'impresa.

In occasione della decisione nel giudizio di appello, tuttavia, la corte dell'Aia - pur confermando parzialmente la decisione di primo grado e riconoscendo in via generale la sussistenza di una responsabilità giuridicamente rilevante di Shell nella lotta al cambiamento climatico – ha ritenuto di dover rimodulare alcuni aspetti chiave della sentenza originale[29].

[26] RENNA, *Le misure amministrative di enforcement del principio di precauzione per la tutela dell'ambiente*, in *Jus: rivista di scienze giuridiche*, 2016, 1, pp. 61-82.
[27] *Milieudefensie et al. c. Royal Dutch Shell*, District Court of the Hague, Judgment of 26 May 2021, C/09/571932, HA ZA 19-379.
[28] SERAFINELLI, *How We Defeated Shell. Milieudefensie et al. c. Royal Dutch Shell. Uno sguardo dietro le quinte*, Roma, 2024, p. 13 ss.
[29] ECLI:NL:GHDHA:2024:2100. Il testo completo della decisione è consultabile al link: https://uitspraken.rechtspraak.nl/details?id=ECLI:NL:GHDHA:2024:2100.

Innanzitutto, e confermando gli elementi probatori emersi durante il giudizio di primo grado, il *Gerechtshof* ha sancito che alla protezione contro il cambiamento climatico debba essere riconosciuta, ad oggi, la qualifica di diritto umano fondamentale in relazione agli articoli 2 e 8 CEDU: da tale inquadramento – e dalla conseguente portata estensiva acquisita dal principio – nonché alla luce del più generale dovere di diligenza, sussistente in capo alle imprese, di evitare di contribuire a violazioni dei diritti umani – sarebbe possibile trarre un principio generale di responsabilità condivisa, implicante che le imprese (al pari dell'operatore pubblico, e dei singoli cittadini) debbano contribuire attivamente e proporzionalmente alle proprie possibilità alla mitigazione del cambiamento climatico. In questo contesto, la corte ha peraltro chiarito come le azioni di un'impresa in termini di *climate change commitment* debbano essere valutate in base al loro impatto globale, indipendentemente dalla sede legale dell'azienda.

Con riferimento, tuttavia, alla declinazione di tale dovere generale in obblighi di riduzione specifici, deliberata nel corso del giudizio di primo grado, la corte d'appello ha ritenuto anzitutto non possa operarsi una valutazione unitaria del bene "emissioni", dovendosi a tale scopo distinguere – con rilevanti conseguenze in termini di trattamento giuridico ed obblighi conseguenti – tra le diverse categorie disciplinate dai principali standard internazionali e, in particolare, dal *Greenhouse Gas Protocol* (GHG)[30]. Come noto, il GHG classifica i diversi tipi di emissioni di gas serra ad opera delle imprese private secondo una tripartizione che distingue le emissioni dirette generate dall'azienda, di proprietà o sotto il controllo dell'azienda (emissioni cd. *Scope 1*), quelle indirette generate dall'energia acquistata e utilizzata dall'azienda (*Scope 2*) e, da ultimo, gli altri tipi di emissioni indirette generate lungo la catena di valore di cui l'azienda è parte, comprese quelle derivanti dal consumo finale di prodotti e servizi offerti (*Scope 3*).

[30] PROTOCOL, GREENHOUSE GAS, *Greenhouse gas protocol*, *Sector Toolsets for Iron and Steel-Guidance Document*, 2011, pp. 1-12.

Coerentemente con tale tassonomia la corte ritiene che gli obblighi di riduzione delle emissioni non possano applicarsi uniformemente ed indifferentemente alle tre categorie ma che, di contro, proprio la natura condivisa della responsabilità ambientale delle imprese – e, di conseguenza, il concorrere dei diversi operatori al medesimo risultato – richiede che l'allocazione dei doveri di riduzione sia guidata anzitutto da un principio di prossimità (o, potrebbe dirsi, di sussidiarietà).

Il *Gerechtshof* chiarisce dunque come soltanto le emissioni *Scope 1*, ossia quelle dirette derivanti dall'attività dell'impresa, possano essere oggetto di un obbligo di risultato con la conseguentente imposizione, alla luce dei principi del diritto internazionale ed europeo, di un obbligo di riduzione effettiva e misurabile.

Con riferimento alle emissioni *Scope 2* e *Scope 3*, posta la più ampia riferibilità di queste al complessivo svilupparsi della filiera produttiva e, dunque, la loro esposizione all'azione di una pluralità di attori, la corte ritiene di contro che sarebbe al più configurabile un generico obbligo di *best effort* (verosimilmente suscettibile di manifestarsi attraverso strategie imprenditoriali da documentarsi nell'ambito delle attività di *reporting*), posta l'assenza in capo alla singola impresa di un controllo diretto sulle stesse.

L'aspetto più significativo della decisione riguarda, tuttavia, la conseguente decisione di escludere la possibilità per il giudice di imporre un vincolo specifico di riduzione per le emissioni (stabilito, in occasione del giudizio di primo grado, nel 45% delle emissioni entro il 2030).

La corte giustifica questa scelta sulla base di diverse motivazioni, riferibili sia a profili di diritto domestico, sia all'interpretazione dei vincoli desumibili dalla disciplina sovranazionale. In primo luogo si riconosce che, sebbene la scienza del clima e gli accordi internazionali indichino che una riduzione del 45% del tasso di emissioni a livello globale costituisca una condizione minima necessaria per mantenere il riscaldamento globale entro 1,5°C, il diritto civile olandese non fornisca una base giuridica sufficientemente chiara da permettere ad un organo giurisdizionale di imporre una il raggiungimento di percentuale specifica di emissioni a un singolo attore

economico, essendo una valutazione di tale natura di competenza esclusiva dell'organo legislativo.

Guardando, invece, agli obblighi di matrice eurounitaria, la Corte ha ritenuto che l'imposizione unilaterale di un vincolo così specifico rischierebbe di creare disparità concorrenziali nei confronti di Shell rispetto ad altre compagnie del settore energetico, non soggette a medesimi vincoli. Tale considerazione viene avvalorata, peraltro, alla luce del già menzionato principio di proporzionalità desumibile dalla normativa internazionale in materia di sostenibilità**:** pur riconoscendosi la significativa influenza di Shell sulle emissioni globali attraverso le proprie operazioni, la corte ritiene che non potesse considerarsi ragionevole l'attribuzione ad un'unica azienda di una responsabilità diretta riferibile all'intero sistema energetico, calcolata avendo a riferimento la percentuale di riduzione globale ottimale.

Peraltro, anche considerando il ruolo giocato del sistema di scambio di quote di emissione dell'Unione Europea (ETS) all'interno del quale Shell opera[31], una serie di vincoli operativi finalizzati alla riduzione delle emissioni, imporre in via giudiziale un ulteriore obbligo specifico di riduzione del 45% configurerebbe un'ingiustificata sovrapposizione alle normative esistenti – peraltro operata a livello nazionale – operata in assenza di "consenso scientifico" sullo standard di riduzione applicabile specificamente ad una singola impresa per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Accogliere l'interpretazione fornita nel giudizio di primo grado creerebbe incertezze in termini di rispetto della *rule of law* nel territorio dell'Unione e di tutela delle libertà fondamentali fondanti il mercato unico europeo.

Complessivamente, e pur riconoscendosi una responsabilità generale delle imprese di concorrere ai processi di transizione ecologica, la corte stabilisce che da ciò possa allo stato desumersi – in assenza di uno specifico intervento legislativo condotto a livello unionale – esclusivamente un obbligo generale di allinearsi agli obiettivi

[31] Cfr. ALFANO, *Il mercato europeo delle quote di emissioni, tra sostenibilità ambientale e inclusione sociale (aspettando EU ETS 2)*, in *Teoria e prassi del diritto*, 2024, 1, pp. 229-245; BRYANT, *Creating a level playing field? The concentration and centralisation of emissions in the European Union Emissions Trading System*, in *Energy Policy*, 2016, 99, pp. 308-318.

climatici internazionali**,** permanendo in capo all'azienda margini di discrezionalità sulle modalità con cui raggiungere tali obiettivi.

4. La sentenza di primo grado nel caso Shell è stata identificata come paradigmatica di un innovativo modo di intendere la responsabilità delle imprese verso i terzi, nonché gli obblighi di diligenza degli amministratori verso le società e i soci ove non sia messa in atto una strategia di transizione energetica coerente con l'Accordo di Parigi con le principali fonti di diritto internazionale ed europeo.

La decisione della corte di appello dell'Aia si presta – al di là del suo impatto interno nell'ordinamento olandese, ed al pari di quanto già avvenuto in occasione del giudizio di primo grado – ad incidere con forza parimenti significativa sull'interpretazione degli obblighi in materia di *Corporate Social Responsibility*; ciò, specialmente in considerazione del suo aver posto al centro della riflessione non soltanto il tema della prevedibilità e della certezza scientifica connessa all'elaborazione di strategie sostenibili ma, altresì, quello della giustiziabilità delle condotte d'impresa attraverso l'irrogazione di sanzioni comportamentali e dell'impatto di tali misure in termini concorrenziali.

Con riferimento al primo aspetto, è in particolar modo significativo che, pur in presenza di un dovere generale di contribuire alla mitigazione del cambiamento climatico, così come desumibile dalle principali norme di diritto internazionale ed europeo, la traduzione di questi precetti in obiettivi di riduzione specifici potrebbe non essere giuridicamente sostenibile (quantomeno, nel contesto dell'attivazione di ipotesi di responsabilità nei confronti dell'impresa) senza un consenso scientifico chiaro, sottolineando in tal senso la perdurante necessità di standard globali e scientificamente supportati non solo per guidare le politiche aziendali in materia ambientale, ma anche per consentirne l'*enforcement*.

A tale aspetto si ricollega, peraltro, una riflessione critica in merito al ruolo da attribuirsi alle politiche pubbliche rispetto al ricorso agli strumenti di tutela giurisdizionale: come evidenziato dalla corte, le decisioni riguardanti le strategie

ottimali per la riduzione delle emissioni sembrerebbero dover rientrare tra le politiche di indirizzo proprie del legislatore e, di conseguenza, non potrebbero essere imposte a singole aziende in sede di contenzioso. In questo senso, dalla decisione pare potersi desumere che i principi di tutela dell'ambiente e dei diritti umani possano essere favorevolmente invocati per poter porre termine a dei comportamenti che arrechino danni all'ecosistema ma, di contro, non costituiscano lo strumento adatto per imporre vincoli comportamentali alle imprese.

L'illustrata posizione appare peraltro coerente con le opinioni di coloro che hanno sottolineato come la CSR, pur essendo fondamentale per promuovere l'allineamento degli incentivi tra operatore privato e pubblico, debba necessariamente essere integrata e supportata da politiche governative efficaci per acquisire vincolatività.

Questo aspetto ha, oltretutto, valore in particolare nel momento in cui si consideri come gli atti normativi che richiamano il tema delle emissioni (il riferimento, ancora una volta, è alla CS3D, ma simili riflessioni possono farsi anche per il Regolamento Tassonomia[32]) ed i relativi standard di valutazione tendano, nei fatti, a fare riferimento in modo onnicomprensivo alle emissioni sia dirette, sia indirette, prendendo in considerazione l'intera catena di valore della filiera nella quale l'impresa opera. La corte, in tal senso, riconosce l'obbligo di Shell di proteggere i diritti umani e di considerare le implicazioni climatiche delle sue attività, ma ritiene che tale obbligo non giustifichi un onere di riduzione specifico, potendosi al più ricomprendere all'interno di un dovere di diligenza qualificata per le imprese (seguendo una linea interpretativa che, a ben vedere, non sembra allo stato incompatibile con le già richiamate indicazioni provenienti dalla CS3D).

E se le ragioni alla base della decisione appaiono comprensibili, specialmente in un contesto di incertezza in merito all'efficacia e alla portata delle iniziative di

[32] Regolamento (UE) 2020/852.

Corporate Social Responsibility[33] e di generale arretramento dell'azione legislativa in materia, è tuttavia indubbio che una simile linea interpretativa rischi di avere un impatto significativo sull'evolversi della *climate change litigation*, suggerendo che, in assenza di standard chiari e universalmente accettati, le azioni di *enforcement* difficilmente possono tradursi nell'imposizione di obblighi prescrittivamente efficaci nei confronti delle imprese, potendosi nel migliore dei casi sanzionare un'acclarata violazione delle norme rilevanti.

La sentenza, in questo senso, evidenzia le complessità insite nel definire ed imporre obblighi specifici alle aziende in materia di cambiamento climatico attraverso il ricorso allo strumento dell'*enforcement*, identificando i confini del perimetro valutativo entro i quali il sindacato giudiziale può esprimersi, e limitandone l'operatività pratica alla finalità di far cessare le violazioni. In tal senso, emerge con forza nelle parole della corte l'esigenza di un approccio integrato che combini gli elementi emergenti dalla prassi privata in materia responsabilità sociale d'impresa con politiche pubbliche efficaci e, soprattutto, con la definizione di standard scientifici univoci per valutare la *compliance* ambientale d'impresa.

Sebbene da ciò potrebbe in prima approssimazione trarsi, di conseguenza, l'impressione (peraltro condivisa da più parti all'indomani della decisione[34]) di un significativo "passo indietro" dello spazio riservato alla *climate change litigation* all'interno del panorama eurounitario, pare tuttavia di potersi condividere l'idea (a parere di chi scrive sottesa all'interpretazione promossa dalla corte d'appello) per la quale l'*enforcement*, pur costituendo uno strumento di primaria rilevanza per la promozione della transizione sostenibile, debba costituire un *posterius* – e, non, di

[33] VOGEL, *The market for virtue: The potential and limits of corporate social responsibility*, Brookings, 2007; ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 1, pp. 100-134; MANCIOPPI, *Climate litigation tra rischi, impresa e finanza*, in RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG*, Torino, 2024, p. 525 ss.

[34] Cfr. *ex multis* TIGRE, HESSELMAN, *Milieudefensie v Shell: 3 Takeaways and Challenges on the Appeal's Court Decision*, in *Columbia Law School Sabin Center Blog*, 12 dicembre 2024; PAGNI, ROTA, *Climate change: Shell assolta, ma le emissioni vanno ridotte*, 22 novembre 2024, in *www.dirittobancario.it*.

contro, un *prius* – rispetto alla definizione positiva degli obblighi d'impresa ad opera del legislatore e che, tuttavia ciò sia funzionale ad espanderne (e non a ridurne) il ruolo. Un intervento normativo espresso, infatti, eviterebbe anzitutto quella "inversione dei ruoli" che non solo rischia di prodursi in presenza di processi di eterointegrazione giudiziale ad ampio spettro[35] ma che, al contempo, ostacola quella armonizzazione delle condotte che, non rimettibile alla giustizia del caso concreto, rappresenta un'assoluta necessità nel settore della sostenibilità.

In secondo luogo, esso consentirebbe di rendere (non meno, ma), più efficace l'azione giudiziale, ancorandone l'esercizio a presupposti di valutazione oggettivi, rafforzandone l'efficacia dissuasiva preventiva in una prospettiva non meramente quantitativa (ossia relativa alla possibilità per il giudice di emanare una sanzione) ma qualitativa, ossia connaturata all'individuazione della misura più idonea a promuovere la giustizia ambientale.

Tutto ciò, al contempo, consentirebbe di mitigare le difficoltà attualmente riscontrabili in merito all'identificazione dei limiti (e dei confini imponibili) della *business judgment rule* degli organi apicali d'impresa in merito all'interesse sociale, in presenza della perdurante necessità di coniugare profittabilità e promozione degli obiettivi connessi alla responsabilità sociale d'impresa in assenza della violazione di specifiche prescrizioni[36]. Un aspetto che, peraltro, intrattiene una stretta relazione con la definizione dell'ambito del controllo giudiziario circa la coerenza dei piani industriali delle società rispetto alle esigenze di mitigazione del cambiamento climatico.

Analizzata in quest'ottica, la decisione della *Gerechtshof Den Haag* sembra confermare l'esigenza di un nuovo momento normativo "propulsivo" che – anche alla luce dei corretti rilievi in tema di mantenimento della competitività nel mercato unico – trovi il proprio referente primario a livello eurounitario. In tal senso essa pare porsi, peraltro, in linea con le riflessioni sottostanti la predisposizione del cd *Pacchetto*

[35] PAGLIANTINI, PARDOLESI (a cura di), *Frammenti di un diritto civile in movimento*, La Tribuna, 2025.
[36] Cfr. RIGANTI, *Regolazione del mercato e "fine di lucro". Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, 4 maggio 2022, in *Dirittobancario.it.*

Omnibus sulla sostenibilità recentemente presentato dalla Commissione europea[37], il quale identifica tra i propri obiettivi primari la promozione di modelli regolatori in materia di sostenibilità basati su standard di rendicontazione consolidati, nonché l'introduzione di strategie di interoperabilità tra i diversi *corpora* degli Stati Membri che garantiscano uno sviluppo simmetrico delle iniziative in materia di sostenibilità nel territorio dell'Unione[38].

Antonio Davola

Associato di Diritto dell'Economia

nell' Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

[37] COMMISSIONE EUROPEA, *Commission work programme 2025*, 11 febbraio 2025, consultabile al link https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/strategy-documents/commission-work-programme/commission-work-programme-2025_en.

[38] Cfr. KINDERMAN, *The challenges of upward regulatory harmonization: The case of sustainability reporting in the European Union*, in *Regulation & Governance*, 2020, 14, 4, pp. 674-697.

FATTORI ESG E ADEGUATA COMPOSIZIONE DEL CDA DELLE BANCHE NEL QUADRO DELLA CRD VI *

(*ESG factors and suitable composition of banks' boards within the CRD VI regulatory framework*)

ABSTRACT: *Gli ambiziosi impegni assunti dal legislatore europeo ai fini della transizione sostenibile rendono indispensabile la mobilitazione di ingenti risorse finanziarie, provenienti da fonti pubbliche e private. Questo, unitamente all'esigenza di contenere i variegati rischi che la stessa transizione può comportare in termini anche sistemici, impone il supporto (*inter alia*) del sistema bancario, chiamato a rispondere alle nuove sfide e governare il cambiamento in atto. In siffatto contesto, è centrale il ruolo dell'organo di gestione della banca, che – specie a seguito delle novità introdotte mediante la CRD VI – deve essere complessivamente in possesso di sufficienti competenze, conoscenze e capacità in materia ESG. Il contributo si propone pertanto di indagare le implicazioni derivanti dell'introduzione dei fattori ESG nella disciplina volta a garantire l'idoneità (individuale e collettiva) del board della banca.*

The ambitious commitments undertaken by the European legislator in pursuit of a sustainable transition necessitate the mobilization of substantial financial resources from both public and private sources. This requirement, coupled with the imperative to mitigate the diverse risks that such a transition may entail, including systemic risks, underscores the need for the banking system's active involvement. The banking sector must be adequately prepared to address emerging challenges and effectively govern the ongoing transformation. Within this framework, the role of the bank's management body assumes a central position. In particular, following the regulatory developments introduced by CRD VI, the composition of the management body must

* Contributo approvato dai revisori.

ensure the presence of adequate expertise, knowledge, and skills in ESG matters. This study, therefore, seeks to examine the implications of integrating ESG factors into the regulatory framework aimed at ensuring the (individual and collective) suitability of banks' boards.

SOMMARIO: 1. Operatività bancaria e transizione sostenibile: una premessa. – 2. I fattori ESG nel rinnovato *framework* normativo europeo in materia di *fit and proper* degli esponenti bancari. – 3. La configurazione prettamente "collettiva" del requisito ESG e le (possibili?) implicazioni sull'*assessment* individuale. – 4. Il rilievo dei programmi di formazione nell'aggiornamento e nel potenziamento *in itinere* delle competenze ESG del *board* (cenno alle proposte della Commissione per una "*Union of Skills*" europea).

1. La transizione globale verso un'economia sostenibile sancita dall'Accordo di Parigi del 2015 e cristallizzata, a livello europeo, nel *Fit for 55%*[1], presenta, per tutti i soggetti coinvolti, sfide di grande rilievo, che impongono tra le altre cose l'impiego di ingenti risorse finanziarie pubbliche e private. Affinché gli ambiziosi impegni finali e intermedi assunti dall'Unione possano essere rispettati[2], appare cruciale il coinvolgimento del settore creditizio (e, più in generale, finanziario), che deve farsi trovare pronto non soltanto a cogliere le opportunità che il mutato scenario presenta, ma anche (e soprattutto) a gestire adeguatamente i peculiari rischi che la transizione inevitabilmente comporta.

Tra le moltissime iniziative assunte dal legislatore unionale per far sì che gli operatori bancari siano "allineati" alla visione ora prospettata, spicca senz'altro l'attenzione rivolta alla *governance* degli intermediari e, in tale contesto, alla "qualità" complessiva del *board*, che, come è noto, deve possedere una gamma di conoscenze, competenze ed esperienze sufficientemente ampia da comprendere e governare i

[1] Su cui v. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, spec. p. 63.
[2] Cfr. artt. 4 e 2, par. 1, del Regolamento (UE) 2021/1119 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»).

principali rischi che l'ente di appartenenza è chiamato ad affrontare, compresi quelli legati a fattori ambientali, sociali e di *governance* (*ESG*).

In tale contesto emerge l'opportunità di indagare l'impatto della più recente normativa di matrice europea sulla composizione dell'organo di gestione delle banche, nell'ottica di stabilire se le prescrizioni relative al possesso di un'adeguata conoscenza dei fattori ESG debbano essere interpretate nel senso dell'esistenza di un requisito anche individuale di selezione degli esponenti (e/o di permanenza in carica, quale esito del *fit and proper assessment* condotto dall'intermediario e dall'Autorità di vigilanza competente), oltre che in termini di configurazione complessiva dell'organo. Vieppiù, si analizza l'impatto della novella sulle iniziative di *induction and training* che gli enti creditizi sono tenuti a porre in essere, peraltro impiegando all'uopo "sufficienti" risorse umane e finanziarie.

2. Con la Direttiva (UE) 2024/1619 ("CRD VI")[3] il legislatore europeo ha innovato parzialmente la disciplina relativa al *fit and proper* degli esponenti bancari, riformulando l'art. 91 della Direttiva 2013/36/UE e introducendo *ex novo* l'art. 91-*bis*, dedicato ai «titolari di funzioni chiave» (i cc.dd. "*key function holders*" – quali, ad esempio, il *Chief Financial Officer* – inquadrati nella regolamentazione nazionale sotto l'etichetta di "responsabili delle principali funzioni aziendali"[4]).

Alcune delle novità sono dirette ad elevare il grado (fino ad oggi invero assai modesto) di armonizzazione della disciplina a livello unionale. Il *framework* normativo in materia di idoneità degli esponenti bancari si presenta – oltre che certamente

[3] Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 che modifica la direttiva (UE) 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.

[4] Art. 1, lett. *q*), del decreto ministeriale (MEF), 23 novembre 2020, n. 169, recante il "Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti".

corposo[5] e a tutt'oggi in chiara fase espansiva[6] – assai frammentato[7], in ragione della vaghezza dei principi contenuti nella Direttiva 2013/36/UE e della conseguente flessibilità che ha connotato il recepimento degli stessi nei diversi ordinamenti degli Stati membri[8]; ciò ha comportato inefficienze sia per gli enti creditizi con operatività *cross-border*[9], sia per le autorità di vigilanza competenti, e specialmente per la BCE[10], chiamata ad applicare, nell'esercizio delle proprie funzioni, «tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive» (art. 4, par. 3, del Regolamento UE n. 1024/2013)[11]. A rendere ancora più complessa per il supervisore l'individuazione con certezza del quadro giuridico da applicare, vi è, poi, l'eventualità che il recepimento avvenga facendo ricorso a fonti secondarie. È proprio quanto accaduto in Italia[12], in cui i requisiti di idoneità sono solo sommariamente enunciati nell'art. 26 t.u.b., sicché la trasposizione delle prescrizioni europee è in larga misura affidata al decreto

[5] C. BRESCIA MORRA, *Le norme sulla corporate governance delle banche: un ritorno all'antico?*, in *Governace e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari - S.A. Cerrato - E.R. Desana, vol. II, Torino, 2022, p. 1115 ss. Anche A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca imprese società*, 2017, n. 1, p. 67, critica la regolamentazione *in subiecta materia* nel punto in cui pone penetranti limiti all'autonomia organizzativa delle banche «incidendo su un profilo – la scelta degli amministratori – che andrebbe in linea di principio rimesso alla libertà dei soci».

[6] F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, 12a ed., Torino, 2023, p. 78. Al riguardo, vale osservare che il potenziamento qualitativo dei *board* ha rappresentato una delle principali priorità della vigilanza della BCE per il periodo 2022-2024 (*SSM Supervisory Priorities for 2022-2024*, pubblicate il 7 dicembre 2021), con l'obiettivo di colmare le rilevate carenze in materia di composizione and idoneità collettiva degli esponenti.

[7] D. BUSCH – I. PALM-STEYERBERG, *Fit and proper requirements in EU financial regulation, towards more cross-sectoral harmonization*, in *Governance of Financial Institutions*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini e G. van Solinge, Oxford, 2019, p. 175 ss.

[8] V.D. TOUNTOPOLOUS, *Composition and Qualifications of Credit Institutions' Board of Directors: European Requirements and the Principle of Proportionality*, in *ECFR*, 2021, p. 83.

[9] Considerando n. 45, CRD VI.

[10] La problematica è messa in risalto in diversi *report* annuali sull'attività di vigilanza della BCE: v., tra gli altri, l'*ECB Annual Report on supervisory activities* 2015 e l'*ECB Annual Report on supervisory activities 2019*, reperibili all'indirizzo *https://www.bankingsupervision.europa.eu*. In dottrina, v. M. LAMANDINI, *SSM ten years since. Where are we*, in *Giur. comm*., 2024, n. 3, p. 527.

[11] Attraverso la disposizione ora ricordata, il legislatore europeo si dimostra ben cosciente della coesistenza, a livello unionale, di «norme e regole differenti»: così, C. BRESCIA MORRA, *La Banking Union: un progetto in fieri*, in *Riv. reg. mercati*, 2017, n. 1, p. 4.

[12] Il punto è rilevato da G.B. PORTALE, *La* corporate governance *delle società bancarie*, in *Riv. soc*., 2016, p. 54.

ministeriale (MEF) n. 169 del 2020[13] e, in parte, alle *Disposizioni di vigilanza per le banche* di cui alla Circolare Banca d'Italia n. 285/2013.

Di talché, anche al fine di agevolare l'adozione di un approccio (più) uniforme da parte del supervisore europeo, la CRD VI mira (condivisibilmente) a uniformare aspetti procedurali del processo di valutazione degli esponenti, puntando (altrettanto condivisibilmente) sull'adozione di un approccio c.d. *ex ante* – ovverosia preventivo – alla verifica, specie per le "*large institutions*" di cui al par. 1-*quinquies* dell'art. 91[14].

Al netto di tali – non trascurabili, sia pur ancora non decisivi – progressi nel processo di armonizzazione del quadro normativo in materia di *fit and proper assessment*, è da rilevare, quale elemento di maggior interesse nel quadro delle innovazioni apportate dalla CRD VI, la considerazione dei fattori ESG nell'ambito del criterio di *collective suitability* dei *board* bancari[15]. Precisamente, ai sensi del paragrafo 2-*ter* del novellato art. 91, all'organo di gestione della banca è imposto di possedere «collettivamente conoscenze, competenze ed esperienze adeguate per essere in grado di comprendere le attività dell'entità, nonché i rischi associati cui essa è esposta e gli impatti che essa genera nel breve, medio e lungo periodo, *tenendo conto dei fattori ambientali, sociali e di governance*» (corsivo aggiunto). Il legislatore europeo esplicita, dunque, la necessità che gli amministratori siano opportunamente selezionati – e/o, come si vedrà, appositamente formati – in modo da assicurare che l'organo abbia piena

[13] Su cui v. G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca impresa società*, 2022, p. 3 ss.; R. MASERA – D. ROSSANO, *Requisiti degli esponenti aziendali negli intermediari finanziari: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 276 ss., spec. p. 280 ss.; D. ROSSANO, *Prime riflessioni sul decreto sui requisiti degli esponenti aziendali*, in *www.dirittobancario.it*, dicembre 2020. Un *focus* specifico sul requisito (dalla duplice veste) della indipendenza è offerto da R. LENER – A. DI CIOMMO, *Esponenti aziendali: indipendenza e indipendenza di giudizio*, in *www.dirittobancario.it*, marzo 2021.

[14] Per le quali è previsto l'onere di trasmettere all'autorità competente «una domanda di idoneità senza indebito ritardo e non appena vi sia una chiara intenzione di nominare un membro dell'organo di gestione nella sua funzione di gestione o il presidente dell'organo di gestione nella sua funzione di supervisione strategica e, in ogni caso, almeno 30 giorni lavorativi prima che i potenziali membri assumano le loro funzioni» (art. 91, par. 2-*quinquies*).

[15] V. BEVIVINO, *Il prossimo cambio di paradigma del governo delle banche: annotazioni dal diritto francese e idee statunitensi sul* fit and proper *degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2023, n. 2, p. 276.

consapevolezza dei rischi ESG cui la banca va incontro[16].

Anzitutto giova precisare che la scelta non sorprende, stante il rilievo del «*megatrend*»[17] legato alla sostenibilità nella più recente regolazione bancaria europea[18] (non soltanto nel *new banking package*[19], ma anche nella più generale normativa di *hard* e *soft law* indirizzata alla «sana e prudente gestione sostenibile»[20] delle banche) e conseguentemente la crescente puntualità dei doveri che, anche sotto questo aspetto, sono posti in capo all'organo di amministrazione e ai suoi membri[21]: la complessità dell'attività delle banche è accresciuta, infatti, non solo per effetto dei processi di digitalizzazione, ma anche a in ragione dell'impegno che il legislatore richiede agli intermediari bancari[22] nella realizzazione degli obiettivi climatici delineati nell'Accordo di Parigi[23] (e che dovrebbero condurre, tra le altre cose, alla neutralità

[16] L'opportunità di una più esplicita considerazione delle competenze ESG – sia pure nel differente contesto della disciplina (e dell'autoregolamentazione) delle società quotate – era stata evidenziata da S. TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e* board diversity, in *Riv. soc*., 2022, p. 448.

[17] E. BUEREN, *Sustainable Finance*, in *ZGR*, 2019, n. 5, p. 814.

[18] Cfr. 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.

[19] È stato rilevato come il *new banking package*, costituito da CRR3 e CRD6, sia incentrato primariamente su «*integrating ESG factors into the risk management of European banks*» (A. PERESTRELO DE OLIVEIRA, *"Fit for Paris". Banking and the sustainability governance*, in CIDP Research Paper Series, n. 3/2024, p. 3, consultabile all'indirizzo *www.ssrn.com*; cfr. anche 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, p. 406).

[20] R. LENER – P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2023, p. 21.

[21] G. CAPO – E. DE CHIARA, *Private economic initiative and bank corporate governance at the time of sustainability: reflections on current trends*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2024, n. 1, p. 185 ss.; M. BODELLINI, *Environmental sustainability, business and banking: making the case for sensible regulation*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2023, *special issue*, p. 88; F. RIGANTI, S*ostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel c.d.a.?*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2022, suppl. n. 1, p. 336 s.; A. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2022, suppl. n. 4, p. 212 ss.

[22] Considerando n. 37, CRD VI. In dottrina, v. anche F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca impresa società*, 2024, n. 1, p. 8.

[23] Come si legge nel Considerando n. 39 della CRD VI, «è necessario che il settore finanziario, in particolare gli enti creditizi, operino un opportuno aggiustamento per conseguire l'obiettivo di azzerare le emissioni nette di gas a effetto serra nell'economia dell'Unione entro il 2050, mantenendo al contempo sotto controllo i rischi intrinseci». In argomento, v. C. BUCH, *The transition towards a low-carbon economy: What supervision can contribute*, relazione alla Conference "*The Role of Central Banks and International Financial Institutions in the Transition Towards a Low-Carbon Economy*", Lussemburgo, 21 novembre 2024, reperibile all'indirizzo https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp241121~e997bd2508.en.html.

climatica dell'Unione entro il 2050), nella prospettiva di una maggiore solidarietà e responsabilità intergenerazionale[24]. L'approccio della c.d. *double materiality* e la duplice dimensione ('*outside-in*' e '*inside-out*') in cui i fattori ESG assumono rilievo nell'esercizio dell'attività bancaria si traducono in significative sfide per le banche[25], che sono chiamate a riallineare i propri modelli di business e di *corporate governance* per adeguarsi a tali orientamenti legislativi e ai possibili scenari che si verificheranno in futuro in relazione al mutamento climatico. Si tratta, peraltro, di un ambito nel quale l'ordinamento europeo assegna al *board* un ruolo necessariamente proattivo e «*forward-looking*»[26], che non si limiti alla mera *compliance* di obblighi positivamente sanciti, ma si estenda, tra le altre cose, alla promozione della cultura *ESG-oriented*, secondo il modello c.d. *tone at the top*[27].

Sul piano empirico, molteplici studi hanno evidenziato la correlazione positiva che intercorre tra la "qualità" dell'organo di gestione della banca (e, più in generale, del quadro di *corporate governance* di cui l'ente si dota) e la gestione efficace dei rischi ESG[28]. Si può affermare, dunque, che la «valorizzazione della *governance* interna e delle capacità manageriali degli esponenti aziendali»[29], anche nella dimensione della sostenibilità, sia giustificabile alla luce della maggiore complessità dell'*agere* bancario e della recente significativa evoluzione del *risk environment* in cui l'ente creditizio si trova a operare[30].

---

[24] Cfr. G. OPPO, *Princìpi*, Torino, 2001, p. 78.

[25] 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.

[26] K. ALEXANDER, *Bank governance and sustainability*, in *EUSFiL Research Working Paper Series*, giugno 2024, reperibile all'indirizzo *https://www.eusfil.eu/working-papers*, p. 8.

[27] Cfr. C. VILLIERS, *Boardroom Culture: An Argument for Compassionate Leadership*, in *EBLR*, 2019, p. 263 s. Per un'analisi della c.d. "*environmental protection attitude*" (EPA) che, a partire dall'organo gestorio, deve permeare l'intera organizzazione dell'ente creditizio, v. S. COSMA - P. SCHWIZER - L. NOBILE - R. LEOPIZZI, *Environmental attitude in the board. Who are the "green directors"? Evidences from Italy*, in *Business Strategy and the Environment*, 2021, p. 3330 ss.

[28] K. ALEXANDER, *op. cit.*, p. 9.

[29] M. PELLEGRINI – A. TROISI, *Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione*, in *Diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Milano, 2023, p. 394. Similmente, F. ELDERSON, *Banks' governance and risk culture a decade on: progress and shortcoming*, in *ECB Supervision Blog*, 24 luglio 2024, reperibile all'indirizzo *https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2024/html/ssm.blog240724~a4e2c38688.en.html*.

[30] C. BUCH, *Reforming the SREP: an important milestone towards more efficient and effective*

Nondimeno, nella rinnovata formulazione dell'art. 91 può essere riscontrato un sicuro passo in avanti a proposito della considerazione delle tematiche legate alla sostenibilità "ad ampio raggio" (come cristallizzate nella formula, secondo alcuni ambigua[31], dei fattori ESG) nel quadro delle competenze del *board* bancario. Vale ricordare, sul punto, che prima delle recenti modifiche apportate alla Direttiva 2013/36/UE (e della relativa trasposizione negli ordinamenti nazionali, attesa entro il termine del 10 gennaio 2026[32]), il riconoscimento delle competenze ESG nel contesto del *suitability assessment* dell'organo gestorio delle banche era affidato (unicamente) a fonti di *soft law*[33]: si pensi, al riguardo, alla *Guida alla verifica dei requisiti di idoneità* emanata dalla BCE ("*Guida BCE*")[34], nella versione aggiornata al dicembre 2021, nonché agli *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo gestorio e del personale che riveste ruoli chiave*, elaborati congiuntamente da EBA ed ESMA, anch'essi pubblicati da ultimo nel 2021 ("*Orientamenti EBA-ESMA*"). Con il *new banking package*, invece, il tema acquisisce maggior rilievo e forza cogente, essendo inserito «direttamente nel quadro normativo di fonte primaria»[35] e vincolando così i legislatori nazionali (e le autorità di vigilanza competenti) a conformarsi alle previsioni in esso contenute.

Non a caso, la dottrina aveva in passato molto spesso riposto le proprie

supervision in a new risk environment, 28 maggio 2024; EAD., *Evolving risks - evolving supervision*, relazione tenuta al *Bundesbank Symposium*, Francoforte, 12 giugno 2024, consultabile all'indirizzo *https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp240612~6539fa0afc.en.html*, la quale sottolinea che «*as risks evolve, banks' risk management needs to evolve, too*». Evidenziano S. DONNERY – M. QUAGLIARIELLO, *Navigating the risk landscape: supervisory priorities 2025-27*, in *ECB Supervision Blog*, 14 gennaio 2025, reperibile all'indirizzo *https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2025/html/ssm.blog20250114~7de07435ba.en.html*, che «*the increasingly complex and uncertain environment requires banks' board to make timely and informed decisions, to steer the business in the right direction, and to understand the risks and set appropriate limits*».

[31] 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, p. 84.

[32] Art. 2, par. 1, CRD VI.

[33] Sul rilievo *in subiecta materia* delle fonti di c.d. *soft law*, v. per tutti F. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, 3a ed., Milano, 2023, p. 30 s.

[34] Su cui v. M. ARRIGONI – M. RIVOLTI, *Fit and Proper Requirements in the EU Banking Sector. A Step Further*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, p. 983 s.

[35] S. ADDAMO, *Il dovere di diligenza ai fini della sostenibilità nel settore bancario*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, p. 581.

aspettative (*rectius*: speranze) in ordine all'acquisizione di una più spiccata sensibilità sui temi ESG da parte del *board* bancario sulla (sola) previsione della *gender diversity*. Numerosi studi hanno infatti evidenziato la correlazione tra l'incremento dell'eterogeneità – specialmente di genere – nella composizione dell'organo gestorio e il conseguimento da parte della banca di *performance* migliori[36] anche sotto il profilo della sostenibilità[37]. Ebbene, pur non potendosi negare l'utilità che l'adozione di misure di contrasto al fenomeno del *groupthink* e di promozione di un più vivace *constructive criticism* nella dialettica collegiale può avere per i fini di cui si discute, appare chiaro che l'espressa previsione di competenze *ad hoc* in materia può avere un impatto ancora più significativo (e non meramente "incidentale") sull'operatività dell'intermediario.

3. Appare a questo punto opportuno interrogarsi sulla specifica formula con cui il legislatore europeo ha introdotto il "requisito ESG" di idoneità all'interno dell'art. 91 della Direttiva 2013/36/UE, al fine di verificare se dalla stessa possa trarsi un'interpretazione del requisito in chiave (anche) individuale, che incida cioè sulle qualità specifiche che *ciascun* amministratore deve possedere ai fini della nomina e/o della permanenza in carica, ovvero se il possesso di sufficienti conoscenze *ESG-related* sia richiesto (unicamente) all'organo di gestione collettivamente inteso, ben potendo le stesse appartenere solo ad alcuni esponenti.

Per la verità, la lettera del par. 2-*ter* dell'art. 91 non pare lasciar spazio a molti dubbi circa la declinazione del requisito in termini collettivi[38]. Non si tratta, peraltro, di

[36] M. PELLEGRINI – A. DAVOLA, *Indipendenza economica ed* empowerment *femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. al n. 1, spec. p. 408; M. PELLEGRINI, *Equilibrio di genere negli intermediari "finanziari"*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2015, n. 1, p. 26 ss.

[37] 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, n. 1, p. 135 s.; N. ORAZALIN – M. BAYDAULETOV, *Corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance: The moderating role of board gender diversity*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2020, p. 1666 e p. 1673.

[38] 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, p.

una scelta isolata: all'opposto, essa risulta coerente con quanto già contemplato nei citati *Orientamenti EBA-ESMA* e nella *Guida BCE*, nonché con quanto previsto nei *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, pubblicati dal Comitato di Basilea nel giugno 2022[39]. Peraltro, anche al di fuori del contesto bancario, negli *Orientamenti congiunti dell'EBA e dell'ESMA sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di amministrazione degli emittenti di token collegati ad attività e dei prestatori di servizi per le cripto-attività*, il possesso di appropriata conoscenza, competenza ed esperienza a proposito dei fattori e dei rischi ESG è richiesto all'organo di amministrazione dell'emittente di ART o del CASP «nel suo complesso»[40].

La *ratio* dell'opzione normativa risiede evidentemente nel fatto che – specie laddove non sia istituito un comitato *ad hoc*[41] – gli obblighi in materia ESG sono per lo più affidati all'organo gestorio nel suo complesso (il *plenum*)[42], alla luce tra l'altro della trasversalità del tema della sostenibilità e del rilievo della relativa *compliance* quale «momento di indirizzo strategico» della società[43].

Ciò premesso, è sufficiente un richiamo al più ampio quadro relativo ai doveri e alle responsabilità che gravano sugli amministratori bancari per escludere nei fatti la

396 ss. Per una diversa interpretazione, però, v. I. PALM-STEYERBERG, *Sustainability and fit and proper testing in the boards of banks, insurers and investment companies*, in *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, supervision and governance*, a cura di K. Alexander, M. Gargantini e M. Siri, Cambridge, 2025, p. 573 ss.

[39] *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, par. n. 16: «*banks should ensure that the board and senior management have an adequate understanding of climate-related financial risks*».

[40] *Orientamenti congiunti dell'EBA e dell'ESMA sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di amministrazione degli emittenti di token collegati ad attività e dei prestatori di servizi per le cripto-attività*, del 27 giugno 2024, par. 28.

[41] Su cui v. M. IRRERA – B.M. SCARABELLI, *I comitati di sostenibilità nella governance delle società quotate: tra funzioni gestorie e di controllo*, in *Nuovo dir. soc*., 2023, n. 11, p. 1583 ss. Con specifico riferimento al settore bancario, invece, v. F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel c.d.a.?*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2022, suppl. n. 1, p. 338.

[42] Come sottolineato da C. FRIGENI, *L'idoneità all'incarico degli esponenti aziendali delle banche*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2023, n. 2, p. 281, la declinazione in termini collettivi dei requisiti di idoneità si verifica nelle ipotesi in cui gli stessi sono richiesti per l'efficace adempimento di doveri che gravano (non già su singoli amministratori, bensì) sull'intero *board*, che vi adempie collegialmente.

[43] P. BENAZZO, *Compliance e ESG nelle imprese complesse: quale nuova frontiera?*, in *Riv. ODC*, 2024, n. 3, p. 960.

possibilità che uno o più componenti dell'organo gestorio siano del tutto incapaci di comprendere i rischi ESG a cui la banca va incontro, nonché gli impatti che l'attività svolta da quest'ultima genera nel breve, medio e lungo periodo. Come si evince dalla *Draft guide on governance and risk culture*, pubblicata dalla BCE nel luglio 2024, «*although each member of the management body is not expected to know everything, each should have a basic knowledge in every area, and collectively they should have expert knowledge covering all areas*»[44]. E dunque, non appare inverosimile che nella prassi i questionari (armonizzati) e le interviste condotte dalle autorità di vigilanza competenti prendano in considerazione anche la conoscenza e la comprensione che ciascun componente – già nominato o in procinto di esserlo – del *board* della banca ha dei rischi ESG, nonché, ad esempio (e sia pure in modo sommario), della normativa dettata in materia a livello nazionale e unionale[45].

Al contempo, giacché, come si è detto, la previsione contenuta nel par. 2-*ter* dell'art. 91 non contempla un requisito di carattere individuale, salvo diverse soluzioni adottate dai legislatori nazionali (che possono prevedere requisiti individuali più stringenti), appare remota la possibilità di assistere a decisioni negative di *assessment* fondate unicamente su carenze in materia ESG da parte di un esponente. In altri termini, non pare che la novità introdotta nella CRD VI sia destinata, di per sé, a incidere significativamente sul processo di *selezione individuale* degli esponenti bancari, imponendo la nomina di (soli) esponenti per così dire "*green*"; né dovrebbe essere un argomento pretestuosamente utilizzabile per escludere la nomina o la permanenza in carica di un esponente sgradito.

4. Alla luce di quanto si è detto, appare ben più ragionevole immaginare che le nuove previsioni incideranno sulla valutazione relativa alla composizione collettiva – la quale, però, difficilmente può condurre al *removal* di uno o più esponenti, specie

[44] BCE, *Draft guide on governance and risk culture*, par. 3.3.2.
[45] Cfr. I. PALM-STEYERBERG, *op. cit.*, p. 573 ss.

nell'ambito dell'autovalutazione condotta dallo stesso organo di gestione[46] – nonché, e soprattutto, sulle attività di formazione poste in essere dalle banche in materia ESG. Occorre al riguardo ricordare che il par. 7 dell'art 91 della CRD impone alle banche di destinare «risorse umane e finanziarie adeguate alla preparazione e alla formazione dei membri dell'organo di gestione, *anche per quanto riguarda gli impatti e i rischi ambientali, sociali e di governance*» (corsivo aggiunto). Questa soluzione, che pone l'accento sul ruolo riconosciuto alle *training activities* svolte dalle banche, appare vieppiù suffragata dalle recenti *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks*, pubblicate dall'EBA l'8 gennaio 2025 (e applicabili in larga parte a partire dal gennaio 2026), nelle quali si prevede che «*institutions should ensure, as part of their training policy, that their management body and staff are adequately trained to understand the implications of ESG factors and ESG risks*»[47]. Siffatto approccio appare poi coerente con quello adottato in relazione ai rischi *ICT* nell'art. 5, par. 4, del Regolamento (UE) 2022/2554 (c.d. *Digital Operational Resilience Act – DORA*), che impone all'organo di gestione l'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*»[48]. D'altra parte, la capacità di comprendere i rischi in parola è anch'essa contemplata nell'ambito del criterio collettivo di idoneità di cui al par. 2-*ter* dell'art. 91, così colmando la lacuna della previgente normativa[49] (che era stata tuttavia predisposta in

[46] Cfr. M. IRRERA, *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra* soft law, *prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, in *RDS*, 2022, n. 2, p. 321 s.
[47] EBA, Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks, 8 January 2025, EBA/GL/2025/01, par. 54.
[48] Recentemente, A. TUOMINEN, *Operational resilience in the digital age*, in *ECB Supervision Blog*, 17 gennaio 2025, sottolinea l'importanza nel prossimo futuro per le banche e i supervisori di dare vita a un solido processo di «*capacity building on IT risk management*». Per un inquadramento degli obblighi posti dal Regolamento DORA agli amministratori bancari nel quadro della più ampia regolamentazione di corporate *governance*, v. G. SCHNEIDER, *La resilienza operativa digitale come materia di* corporate governance*: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Riv. Corporate Governance*, 2022, n. 4, p. 553 ss.
[49] V. LEMMA, *Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2024, suppl. al n. 1, p. 577 s.

uno scenario tecnologico e geopolitico differente, nel quale il rilievo assegnato alle competenze *tech* dell'organo di gestione era senz'altro minore[50]). In entrambe le circostanze, il legislatore europeo manifesta l'intenzione di far fronte alle preoccupazioni che le *twin transitions*[51] e l'aggravamento del contesto geopolitico a livello globale pongono alle imprese bancarie[52] attraverso un'azione diffusa e tematicamente mirata – in quanto incentrata sul duplice ambito della resilienza informatica e della sostenibilità – volta ad accrescere le competenze "non finanziarie" dei *directors* bancari.

Il tema in discorso si intreccia con quello, di portata più generale, relativo al "capitale umano" di cui le banche si dotano[53] e che costituisce un elemento di impareggiabile valore strategico nel conseguimento di più soddisfacenti *performance* individuali (degli enti), ma anche di obiettivi sistemici di stabilità dei mercati finanziari; come è stato recentemente ribadito nel *Competitiveness Compass* della Commissione europea, «*the foundation of Europe's competitiveness is its people*»[54]. Non appare casuale, allora, che il dichiarato proposito dalla Commissione per il prossimo futuro sia nel senso della promozione delle competenze e abilità, nell'ottica della costruzione di una c.d. «*Union of Skills*» fondata su «*investment, adult and lifelong learning, future-proof skills creation, skill retention, fair mobility, attracting and integrating qualified talent from abroad and the recognition of different types of training to enable people*

[50] E.R. RESTELLI, *"Trasformazione digitale" e assetti organizzativi nell'impresa bancaria*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, n. 3, p. 704 ss.
[51] Su cui v. D. FOÀ, *Corporate social e digital responsibility e obiettivi del PNRR: confini e intrecci*, in *LLR*, 2023, n. 2, 66 s.
[52] Una preziosa analisi, in chiave attuale e prospettica, degli scenari politici e di mercato su scala globale è offerta da F. CAPRIGLIONE, *Il diritto dell'economia tra passato e futuro. Una conversazione con Andrea Sacco Ginevri*, Milano, 2025, spec. p. 108 ss., il quale sottolinea, tra le altre cose, il ruolo della *sostenibilità* quale potenziale alternativa alle «antinomie» che si vanno osservando con riguardo alla globalizzazione.
[53] Cfr. G. MUCCIARONE, *L'adeguatezza degli "amministratori" della banca. Dal capitale al capitale umano*, Milano, 2019, *passim*.
[54] Comunicazione della Commissione UE, *A Competitiveness Compass for the EU*, Brussels, 29 gennaio 2025, par. 2.4.

to work across our Union»[55].

In tale contesto, i programmi di formazione posti in essere dalle banche, se svolti con serietà (e con l'impiego di risorse umane e finanziarie effettivamente adeguate, così come sancito dalla normativa europea e nel rispetto dei canoni che saranno stabiliti nelle future *Guidelines* dell'EBA[56]), consentono di potenziare *in itinere* le conoscenze e competenze dei membri del *board*, contribuendo a risolvere l'ulteriore problema della difficoltà per le banche di reperire sul "mercato" l'intera gamma di qualità specialistiche (e sempre aggiornate) che devono trovare rappresentazione all'interno dell'organo gestorio[57].

Gianfranco Alfano

Ricercatore di Diritto Commerciale

nell'Università degli Studi di Napoli Federico II

[55] Commissione europea (*press release*), *An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity*, Brussels, 29 gennaio 2025, disponibile all'indirizzo *https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_339*.

[56] Ai sensi dell'art. 91, par. 11, lett. *d*), della Direttiva 2013/36/UE, così come novellato per mezzo della CRD VI, l'EBA è chiamata ad adottare, entro il 10 luglio 2026, «orientamenti, conformemente all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010, relativi (…) alla nozione di risorse umane e finanziarie adeguate destinate alla preparazione e alla formazione dei membri dell'organo di gestione».

[57] Difficoltà determinate, tra le altre cose, proprio dall'insieme dei vincoli normativi che incidono sulla composizione dell'organo gestorio (requisiti di idoneità, divieto di *interlocking*, quote di genere) e da possibili fenomeni di *adverse selection*, anche dovuti a orientamenti giurisprudenziali particolarmente rigidi in materia di responsabilità degli amministratori bancari: sul punto, v. V. LEMMA, *Amministratori di banca tra rischio d'impresa e responsabilità individuali*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, n. 3, p. 65; V. LEMMA – S. CLEMENTS, *Being a banking director: regulatory difficulties between sanctions and interlocking directorates*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2016, p. 38.

SUSTAINABILITY-LINKED BONDS: ALLINEAMENTO DEGLI INCENTIVI TRA AUTONOMIA PRIVATA E VINCOLI NORMATIVI *

(Sustainability-linked bonds: Aligning incentives through contractual agreements and regulatory constraints)

ABSTRACT: *Il contributo prende le mosse dall'attuale quadro regolatorio applicabile ai sustainability-linked bonds, individuandone punti deboli – che espongono gli investitori a comportamenti opportunistici degli emittenti – e aree di possibile miglioramento. Viene dunque indagato quale sia l'approccio preferibile per addivenire ad un allineamento tra gli incentivi di emittenti e finanziatori, valutando inoltre quale possa essere il ruolo della regolazione al riguardo. Ci si interroga, infine, sulla funzione degli strumenti privatistici di tutela a disposizione degli investitori al fine di raggiungere tale equilibrio.*

The paper draws on the current regulatory framework applicable to sustainability-linked bonds, identifying its weaknesses - which leave investors exposed to issuers' opportunistic behaviour - and areas for improvement. Therefore, the preferred approach to aligning issuers' and lenders' incentives is investigated, questioning what the role of regulation might be. Finally, it raises the query as to the function of the private enforcement tools available to investors to achieve such a balance.

SOMMARIO: 1. Introduzione. *Sustainability-linked bond* tra disciplina normativa e prassi – 2. Potenziale allineamento tra gli interessi delle parti (e degli altri *stakeholders*) – 3. Il ruolo del diritto verso strumenti contrattuali più "efficienti" – 4. Conclusioni.

* Contributo approvato dai revisori.

1. Il mercato dei capitali rappresenta una rilevante fonte di risorse per le imprese e, potenzialmente, consente di canalizzare[1] i fondi raccolti verso obiettivi di rilievo per la collettività, allineati ai SDGs[2].

Tra le obbligazioni[3] "con obiettivi di sostenibilità"[4], sono emersi nella prassi una pluralità di strumenti, caratterizzati dalle più diverse strutture e forme premiali sottese alla realizzazione di progetti *green*[5]. L'obiettivo ultimo dell'emissione di titoli obbligazionari di questo tipo è generalmente riscontrabile nell'esigenza di ottenere migliori condizioni economiche di finanziamento, a fronte dell'assunzione di impegni di sostenibilità (variamente restrittivi e vincolanti) da parte del soggetto finanziato[6]. In altri termini, il minor costo del finanziamento viene compensato dalla produzione di

[1] ESMA, *Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, Opinion, ESMA36-1079078717-258724, luglio 2024, p. 11.

[2] UNITED NATIONS, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, Department of Economic and Social Affairs, Sustainable Development, 2015. Sulle implicazioni giuridiche e il ruolo dei mercati finanziari, si veda M. PELLEGRINI, *Mercati finanziari e sviluppo sostenibile*, in M. Pellegrini (a cura di), Diritto pubblico dell'economia, CEDAM, 2023, p. 309 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in Riv. Dir. Banc., n. 2/2024, p. 359 ss.

[3] N. DE LUCA – A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, in Enciclopedia del diritto, Giuffrè, 2002, p. 785 e ss.; N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, 2012; L. PICARDI, *Le obbligazioni: inquadramento sistematico*, in V. Donativi (a cura di), Trattato delle Società, UTET, 2022, p. 868 e ss.; L. GULLIFER – J. PAYNE, *Multiple lenders*, in Corporate Finance Law. Principles and Policy, Hart 2020, p. 383 e ss.; E. FERRAN et al., *Corporate Bonds*, in Principles of Corporate Finance Law, Oxford University Press, 2023, p. 435 e ss.

[4] Occorre precisare che la previsione di obiettivi di sostenibilità può rappresentare un elemento accessorio del titolo obbligazionario o può invece divenire una caratteristica strutturale, con impatti anche sulla causa negoziale sottostante. Sovente «*The bond agreement contains no contractual undertaking to the bondholders to meet the sustainability target; rather, it simply stipulates an additional interest payment contingent on this event*». In questi termini J. ARMOUR et al., *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, in 65 Ariz. L. Rev., 2023, pp. 323-324.

[5] M. MAUGERI, *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, in Riv. dir. comm., n. 3/2024, p. 373 e ss.; S. GILOTTA, *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis*, in Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance, Edward Elgar, 2024, p. 226 e ss.; D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari: i green bonds*, in NDS, n. 5/2023, p. 861 e ss.; C. MARASCO, *Il mercato dei green bond alla prova della disciplina europea*, in questa Rivista, n. 4s/2022, p. 327 e ss.; D. LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds". Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in Banca Impresa Società, n. 1/2021, p. 115 e ss.; S. CAVALIERE, *La prospettiva dei green bonds per la finanza sostenibile*, in Diritto Pubblico Europeo. Rassegna online, n. 1/2020, p. 1 e ss.

[6] A. CARRISI, *Finanza, interessi non finanziari e rimedi*, in questa Rivista, n. 1/2024, p. 59 e ss., spec. p. 70 evidenzia la fallacia della posizione, diffusa negli studi di finanza sostenibile, che individua un diretto *trade-off* tra condizioni economiche ed obiettivi non finanziari di sostenibilità, sottolineando invece come non vi sia alternatività tra gli stessi.

esternalità positive[7], rilevanti sia per le parti del 'contratto', sia per la collettività.

Il raggiungimento di così ambiziosi obiettivi pone complesse sfide per le parti – *in primis* l'emittente che usualmente è l'unico ad avere la possibilità di incidere compiutamente sulle clausole del regolamento d'emissione – e per il mercato, che è chiamato a valutare se la struttura contrattuale e gli impegni assunti dalle parti siano effettivamente in grado di raggiungere quanto promesso.

Ebbene, per valutare la serietà dell'impegno, occorre anzitutto comprendere se vi sia equilibrio tra gli incentivi che il contratto pone a favore dell'emittente e del sottoscrittore.

Anche per questo motivo è emersa l'esigenza della definizione di un contenuto minimo e (quanto più possibile) standardizzato dei titoli obbligazionari "verdi", volto a rendere possibile la comparazione e scoraggiare fenomeni di decettivi e persino fraudolenti (si pensi, ad esempio, alla nota pratica del *greenwashing*[8]). Tali istanze sono state, in primo luogo, raccolte dall'autoregolamentazione e solo successivamente – ed in modo per ora frammentario – dalla *hard law*.

Difatti, la *International Capital Markets Association* (ICMA) – associazione rappresentativa di categoria – ha elaborato principi e linee guida in relazione ai prodotti finanziari sostenibili con l'obiettivo di delinearne, seppure in modo non vincolante, elementi minimi e caratteristiche desiderabili. L'Associazione ha definito, e diligentemente aggiornato periodicamente, principi (e *best practices*) in relazione alle principali forme di bond sostenibili che si sono imposte sul mercato[9]. Tra questi si

[7] J.M. BUCHANAN – W.C. STUBBLEBINE, *Externality*, in Economica, vol. 29, no. 116, 1962, p. 371 e ss.. Come è noto, gli effetti esterni – nel senso di ripercussioni che si producono al di fuori del rapporto contrattuale – possono essere sia negative sia positive.

[8] Sul 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 Riv. Dir. Banc., n.3/2022, p. 513 e ss.; D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in questa Rivista, n. 4/2023, p. 601 e ss.; A. BASSI, Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile, Quaderni giuridici CONSOB, n. 33, febbraio 2025. Si veda anche ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 giugno 2024.

[9] ICMA, *Guidance Handbook*, Novembre 2024 che descrive gli elementi essenziali (cd. "*core*") e i possibili profili critici in relazione alle varie tipologie di obbligazioni verdi.

annoverano anzitutto i *green bond* e i *sustainability-linked bond* (SLB). È in particolare la seconda categoria che si intende qui esaminare più nel dettaglio.

Al riguardo, gli *ICMA Sustainability-Linked Bond Principles*[10] individuano come elementi caratteristici di tale tipologia di obbligazioni, in primo luogo, la presenza - e accurata selezione - di Key Performance Indicators (KPIs)[11], che permettano di definire obiettivi in relazione alle *performances* di sostenibilità (SPTs)[12]. È poi indispensabile che siano concretamente individuate le modalità di funzionamento del *bond* (ad esempio, quanto alle conseguenze del mancato raggiungimento degli obiettivi), prevedendo inoltre idonee soluzioni quanto alla reportistica e alla verificazione della correttezza dei dati ivi contenuti[13]. Il meccanismo usualmente utilizzato in tale tipologia di *bond*, al fine di incentivare l'emittente al raggiungimento degli obiettivi predeterminati, è l'imposizione di una penalità (il cd. *step up* del tasso d'interesse) che si attiva al non raggiungimento della *milestone*[14]. In tal modo, viene ricondotta una conseguenza patrimoniale al mancato conseguimento dell'obiettivo di sostenibilità, senza che possa di per sé configurarsi un inadempimento.

Tale struttura consente di avere una maggiore flessibilità, poiché gli obiettivi legati ai SDG da raggiungere possono essere legati ai generici obiettivi imprenditoriali, riferendosi all'intero contesto dell'impresa: questo rende i SLB dei *general purpose*

[10] ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, *Voluntary Process Guidelines*, versione ultima giugno 2024.

[11] Nella selezione dei KPI occorre che siano individuati indicatori che siano *core and material* rispetto alla complessiva attività dell'emittente, che siano misurabili utilizzando strumenti metodologicamente rigorosi, siano verificabili da soggetti esterni e possano essere ricondotti ai benchmark fissati nell'ambito delle best practices nel settore o quantomeno allo storico della specifica impresa.

[12] Con riferimento ai soggetti che svolgono attività di intermediazione risulta più complesso effettuare un adeguato *assessment* sulla capacità prospettica del proprio portafoglio di realizzare specifici obiettivi, in relazione ai KPI. Ciò peraltro è ulteriormente complicato quando l'emittente sia sottoposto a vigilanza prudenziale e dunque debba rendere conto della sua adeguatezza patrimoniale con un alto livello di dettaglio, esponendosi dunque a gravi criticità a fronte dell'aumento di esborsi non pienamente preventivabili (come, ad esempio, avviene nel caso di mancato raggiungimento dei KPIs, anche per cause non imputabili).

[13] D. LIBERATI – G. MARINELLI, *Everything you always wanted to know about green bonds (but were afraid to ask)*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 654/2021; F. BERTELLI, *Fattori di rischio climatico-ambientali e prodotti finanziari "ESG-linked"*, in Diritto del mercato assicurativo e finanziario, n. 1/2023, p. 55 e ss.

[14] Talvolta, in alternativa agli step-up, possono prevedersi meccanismi step-down, che determinano la riduzione del tasso d'interesse applicabile a fronte del raggiungimento dell'obiettivo dedotto.

bonds e segna una profonda differenza con i *green bonds* che invece impongono all'emittente di impiegare le risorse raccolte in specifici progetti idonei[15].

Va riconosciuto che è grazie alla *self-regulation*[16] che si è formato un nucleo omogeneo tra le varie iniziative di operatori privati, anche in mancanza di obblighi normativi formali. Si tratta però di un contesto in continua e rapida evoluzione.

Pur essendo ora i *green bonds* oggetto di una disciplina di matrice europea dedicata[17], i SLB sono invece (ancora) perlopiù lasciati all'autodisciplina. Difatti, quanto ai vincoli di *hard law,* i SLB sono regolati dal diritto UE solamente in quanto rientranti nel perimetro oggettivo di discipline sulla sostenibilità di applicabilità generale, quali il Regolamento Tassonomia[18] e la SFDR[19]. Si tratta di regole che, da una parte, definiscono un perimetro definitorio minimo in tema di sostenibilità e sono volte a fronteggiare le incertezze di classificazione – che potrebbero risultare fuorvianti per i destinatari dell'offerta di prodotti finanziari *green* – e, dall'altra, impongono puntuali obblighi di reporting.

Volgendo l'attenzione alla disciplina di diritto nazionale, non sussistono al

[15] Si tratta della cd. *use of proceeds clause* che caratterizza i green bonds. Cfr. ICMA, *Green Bonds Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, versione giugno 2021 con appendice di aggiornamento giugno 2022. Va evidenziato che alcuni ordinamenti, tra cui quello europeo, hanno recepito a livello normativo la definizione di caratteristiche minime per i *green bonds.* Sul punto N. MARAGOPOULOS, *Toward a European Green Bond Standard: A European Initiative to Promote Sustainable Finance*, in D. RAMOS MUÑOZ - A. SMOLEŃSKA (a cura di), Greening the Bond Market. A European Perspective, EBI Studies in Banking and Capital Markets, Palgrave MacMillan, 2023, p. 21 e ss.

[16] R. BALDWIN et al., *Self-regulation, Meta-regulation, and Regulatory Networks*, in Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice, Oxford University Press, 2011, p. 137 e ss.

[17] Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità.

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

[19] Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Al testo del regolamento si aggiungono le linee guida ESMA, *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, ESMA34-472-440, 14 maggio 2024 volte a limitare ulteriormente "*misleading sustainability disclosures*" limitando l'uso di termini legati alla sostenibilità alle sole ipotesi in cui siano rispettati puntuali criteri.

momento disposizioni normative specificamente dedicate alle obbligazioni sostenibili. Devono dunque applicarsi le regole comuni previste per l'emissione di titoli di debito[20], che lasciano ampio spazio all'autonomia privata[21], pur limitandone l'emissione a specifiche categorie di imprese. Si pensi al diverso regime applicabile ai titoli di debito emessi da società per azioni e società a responsabilità limitata, che ha rilevanti ripercussioni sull'ammontare di titoli che possono essere emessi, sulle loro caratteristiche e sul regime di circolazione, impattando così anche sulla attrattività per l'investitore di tali strumenti[22]. Tale circostanza, da un lato, ha limitato il mercato dei titoli verdi, escludendo che possano essere emessi da talune imprese che pure sarebbero interessate a farlo[23]; dall'altro, ha permesso l'emersione di modelli di titoli obbligazionari innovativi e in grado di finanziare – ed incentivare – la decarbonizzazione. Ebbene, nel descritto contesto, il concreto design dello strumento sembra essere in grado di influenzarne l'attitudine al raggiungimento degli obiettivi (anche di natura non economica) prospettati.

2. Se l'obiettivo della pubblicità dei *green pledges* dell'impresa risiede sovente nella ricerca di condizioni economiche più favorevoli di accesso al credito[24], una più attenta analisi impone di distinguere tra le motivazioni finanziarie e non finanziarie

[20] Con riferimento alla S.p.A., art. 2410 e ss. del codice civile; quanto ai titoli di debito emessi dalle S.r.l., la disciplina è contenuta all'art. 2483 del codice civile. Vi sono poi discipline settoriali, quali quelle dedicate alle società quotate e quelle applicabili alle società operanti in particolati mercati regolati. Di particolare interesse è anche la disciplina dei cd. *minibonds*, la cui disciplina originaria è contenuta nel Decreto Sviluppo (D.L. 83/2012), poi integrata e modificata negli anni successivi.
[21] F. MACARIO, voce *Autonomia privata*, in Enciclopedia del diritto, Annali VIII, 2015, p. 61 e ss.
[22] P. MESSINA – D. ROSSANO, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in Riv. dir. soc., n. 1/2021, p. 208 e ss.; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, Giappichelli, 2020, p. 89 e ss.
[23] Cfr. C. MARASCO, *Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei green bond*, op. cit., p. 99 e ss.
[24] Va evidenziato come talvolta le imprese preferiscano, invece, non dare notizia delle politiche di sostenibilità intraprese e degli obiettivi raggiunti, al fine di sottrarsi dai relativi obblighi normativi oltreché alle specifiche considerazioni degli utenti e di altri operatori economici, che potrebbero avere un impatto negativo per l'impresa stessa. Ciò ben mette in luce come il perseguimento di obiettivi di sostenibilità non abbia sempre connotazioni positive e ciò è dovuto anche al latente rischio di *greenwashing* che comportano. Sul fenomeno del *greenhushing*, si veda A. DAVOLA, *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, in Riv. Dir. Banc., n. 3/2024, p. 1 e ss.

sottese alla scelta di ricorrere a strumenti di *green finance*, tanto in relazione agli emittenti quanto ai sottoscrittori.

Nella prospettiva degli emittenti, l'emissione di *bond* legati ad obiettivi di sostenibilità mira sia alla mitigazione dei rischi assunti (direttamente e indirettamente), sia – come accennato – ad aumentare le proprie opzioni di accesso al credito, spesso anche a condizioni economiche più favorevoli, potendo così peraltro addivenire ad un migliore equilibrio di lungo periodo[25]. Non secondari, poi, sono gli obiettivi di natura non finanziaria: se da un lato mediante l'emissione (e l'impegno a perseguire i relativi obiettivi *green*) può esservi un miglioramento del profilo di *corporate social responsibility*[26] – con evidenti effetti reputazionali – possono, inoltre, realizzarsi miglioramenti in termini di *risk management*, innovazione e differenziazione dei prodotti.

Anche nella prospettiva dei sottoscrittori coesistono interessi di natura finanziaria e non finanziaria. Per il vero, i secondi – da individuare nella realizzazione di obiettivi di sostenibilità coerenti con le proprie preferenze o statutariamente imposti (si pensi ad esempio agli obblighi gravanti su taluni investitori istituzionali[27]) – appaiono prevalenti, atteso che spesso l'esistenza di risultati (realizzati o promessi) di sostenibilità riduce il rendimento dello strumento. Ad ogni modo, per quanto sia ridotto il rendimento, il creditore risulta comunque titolare di un interesse patrimoniale a che il debitore adempia la sua obbligazione, rispettando le scadenze e pagando eventuali sovrapprezzi a fronte del mancato raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità.

Da quanto sinora evidenziato sembra dunque evincersi che l'insieme degli interessi – finanziari e non – degli emittenti SLB possa divenire egemone rispetto a

[25] L'obiettivo della massimizzazione dei rendimenti di lungo termine è comune sia agli investitori sia agli emittenti, pur essendo più evidente in relazione alla prima categoria.
[26] D. STANZIONE, *Governo dell'impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility?*, in Riv. dir. comm., n.1/2022, p. 101 e ss.
[27] G. STRAMPELLI, *ESG, "disclosure" di sostenibilità e "stewardship" degli investitori istituzionali*, in Rivista delle Società, n. 4/2023, p. 828 e ss.; M. MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in Orizzonti del diritto commerciale, n. 3/2023, p. 836 e ss.

quelli dei sottoscrittori. E ciò costituisce una vulnerabilità: un uso "errato" dello strumento, che non bilanci adeguatamente gli interessi degli emittenti e dei sottoscrittori potrebbe portare a risultati disfunzionali. In altri termini, al verificarsi di situazioni patologiche, l'emissione obbligazionaria si presta a usi opportunistici, con conseguenti inefficienze, che determinano rendite ingiustificate a favore degli emittenti[28].

Affinché un SLB bilanci correttamente gli interessi delle parti, è necessario che i KPI selezionati siano significativi, che gli obiettivi fissati siano sufficientemente ambiziosi (caratterizzati, quindi, dalla cd. addizionalità)[29] e che le penalizzazioni per mancato raggiungimento degli obiettivi siano di entità rilevante. Difatti, in termini generali, l'emittente ha convenienza – anche da un punto di vista squisitamente economico – a sostenere delle spese al fine di raggiungere gli SPT, in quanto ciò gli consente di ridurre il costo del capitale fintanto che la propria attività continui ad essere in linea con gli obiettivi fissati. In tal modo si realizza un allineamento tra l'interesse al profitto della generalità degli investitori e gli interessi di coloro che mostrino preferenze sostenibili e *climate conscious*, addivenendo peraltro ad una quantificazione dei benefici della transizione (concretizzati negli SPT di cui si deve verificare il raggiungimento) e migliorando la reputazione dell'impresa. Al contempo, la struttura del *bond* consente di realizzare l'interesse degli investitori, persino nell'ipotesi di frustrazione dell'interesse non patrimoniale di sostenibilità. Questi potrà infatti alternativamente concorrere alla transizione ambientale – se i risultati promessi

[28] I citati problemi risultano evidentemente ridotti quando l'emittente faccia uso dello strumento in buona fede: quando tale meccanismo di finanziamento non sia teso a rappresentare impegni non rispondenti alle reali intenzioni dell'imprenditore e a trarre ingiustificati vantaggi a detrimento degli investitori. Ne emerge che l'accentuata flessibilità del design dei prodotti *sustainability-linked* deve essere governata al fine di consentire di raggiungere un idoneo bilanciamento tra istanze: allineando gli incentivi posti per le parti, le posizioni potenzialmente contrapposte possono dunque trovare un punto di equilibrio, allorquando gli interessi finanziari e non finanziari dell'impresa emittente siano convergenti.

[29] P. BREST – K. BORN, *When Can Impact Investing Create Real Impact?*, Stanford Social Innovation Review, Fall 2013, p. 24 e ss.

siano effettivamente raggiunti – o quantomeno ottenere benefici finanziari in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi.

Al fine di valutare l'equilibrio delle posizioni tra le parti del bond, occorre però confrontarsi anche con ulteriori profili di rischio.

Ad esempio, in considerazione della asimmetria informativa tra emittenti e investitori[30], questi ultimi potrebbero essere pregiudicati mediante la fissazione di KPI e relativi SPT che non siano realisticamente raggiungibili e che siano individuati con la precipua (se non addirittura unica) finalità di attirare l'attenzione degli investitori. Ne rappresenta chiaramente una manifestazione il caso in cui sia esagerata l'ambiziosità degli obiettivi e la "robustezza" dei meccanismi di rilevazione predisposti, anche utilizzando KPI e SPT che non siano standardizzati. L'esistenza di procedure di verificazione esterna[31] rappresenta certamente un utile presidio, pur esponendosi a un problema di agenzia[32], che può essere mitigato seguendo il rigoroso regime previsto dal Regolamento UE sui *green bonds*[33].

L'allineamento tra gli interessi degli investitori attenti ai profili *green* e la generalità del pubblico degli investitori potrebbe, inoltre, venire meno ogni qualvolta il costo per raggiungere gli SPT promessi ecceda il valore dello *step-up margin* moltiplicato per il valore del capitale. Quando ciò si verifichi, si assiste ad una allocazione del rischio sbilanciata. E dunque lo strumento perde (molto) della sua vocazione virtuosa e della sua capacità di efficientare il mercato. A maggior ragione se sussiste una debolezza come quella qui evidenziata, gli investitori aventi uno spiccato interesse al profitto potrebbero far pressione affinché l'emittente rinunci a raggiungere l'obiettivo (oneroso) degli SPT, al fine di massimizzare il profitto. In tale contesto, gli investitori con interessi per i profili *green* sarebbero esposti alla condotta

[30] G. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Aug. 1970, p. 488 e ss.
[31] D. DE FILIPPIS, *La «revisione esterna» nella disciplina sui green bonds*, in Riv. Dir. Banc., n. 3/2024, p. 305 e ss.
[32] J. ARMOUR et al., *Agency Problems and Legal Strategies*, in The Anatomy of Corporate Law, Oxford University Press, 2017, p. 29 e ss.
[33] Titolo IV, Art. 22 e ss. del European Green Bond Standard Regulation (Reg. UE 2023/2631).

opportunistica dell'emittente, rimanendo privi di adeguati mezzi di tutela volti ad evitare che le proprie risorse siano utilizzate per realizzare attività del tutto insostenibili[34]. Guardando poi ai soci dell'emittente – che ben potrebbero essere contemporaneamente anche sottoscrittori del *bond* – potrebbero verificarsi fenomeni di induzione strategica all'inadempimento. Riconducibile a tale fenomeno, è ad esempio il cd. *dirty voting*[35] da parte dei titolari di SLB che può verificarsi quando soggetti che abbiano la capacità d'influire sulla conduzione del business dell'emittente (o comunque avere un impatto sul raggiungimento dei SPT, anche se dall'esterno), esercitino tale influenza "sabotando" così il raggiungimento dei risultati oggetto dell'impegno *green* al fine di ottenere un maggiore rendimento[36]. Vi è un evidente conflitto d'interessi, che potrebbe portare alla frustrazione degli interessi di sostenibilità degli (altri) investitori, facendo emergere la tensione – e spesso vera e propria contrapposizione – esistente tra gli interessi finanziari e non finanziari perseguiti dagli *stakeholders*.

Un ulteriore *favor* per l'emittente deriva dal limitato impatto negativo, in termini finanziari, che può derivare dal mancato raggiungimento degli obiettivi promessi: infatti, è usualmente previsto un tetto massimo in relazione all'importo che l'impresa può essere tenuta a pagare in caso di *failure* nel raggiungere gli SPT[37]. Se da una parte ciò consente all'impresa di meglio quantificare i flussi di cassa attesi in uscita, dall'altra rende complesso per l'investitore avere uno strumento efficace per fare

[34] Rimarrebbero a disposizione dell'investitore solamente rimedi reattivi di natura compensativa e, in limitate ipotesi, demolitori. Più ampiamente sul punto, si veda il paragrafo 3.

[35] Tale situazione patologica è identificata, ad esempio, da J. ARMOUR et al., *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, op. cit., p. 325.

[36] Tali disfunzioni sono rese possibili anche dalla circostanza che, da un punto di vista strutturale, il regolamento contrattuale dei SLB non risulta in grado di anticipare la maggior parte delle eventualità future, non includendo una disciplina puntuale a fronte di tali occorrenze. Ciò è dovuto alla naturale incompletezza del contratto come chiariscono O. HART – J. MOORE, *Incomplete Contracts and Renegotiation*, in Econometrica, Vol. 56, No. 4, 1988, p. 755 e ss. Al contempo, è proprio tale incompletezza del contratto a permettere all'impresa emittente di rispondere con flessibilità a situazioni impreviste – rimanendo nell'ambito del programma oggetto dell'emissione – impiegando qualsiasi mezzo risulti efficace per raggiungere gli obiettivi dichiarati.

[37] Tali clausole di determinazione dell'interesse maggiorato a fronte del mancato raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità non paiono comunque qualificabili come clausole penali ex art. 1382 e ss. del codice civile.

valere la propria posizione quando l'emittente incorra in ripetuti insuccessi nel raggiungere gli obiettivi[38]. Difatti, nell'ambito dei SLB, tali insuccessi non costituirebbero un inadempimento contrattuale e non darebbero pertanto luogo, di per sé, a un danno risarcibile. Inoltre, va evidenziato che l'interesse alla sostenibilità ha in sé forti elementi soggettivi, laddove ciascun potenziale acquirente potrebbe attribuire un diverso valore al beneficio non patrimoniale derivante dall'attività sostenibile finanziata.

Tali considerazioni evidenziano dunque come i SLB offrano una tutela debole per gli investitori, ogni qualvolta l'emittente intenda estrarre una rendita dalle informazioni a propria disposizione o agisca in mala fede[39]. Il rischio sotteso alla maggiore flessibilità degli SLB ed alla – correlata e potenziale – accresciuta possibilità che l'emittente si discosti dagli obiettivi verdi promessi fa sì che generalmente gli investitori riconoscano in tali strumenti una minore qualità dell'impegno e vi pongano quindi minori aspettative. Ciò può determinare una sottovalutazione dei SLB che siano emessi da imprese autenticamente *climate-conscious* portando – nel caso limite – ad evidenti distorsioni: che queste ultime siano costrette ad uscire dal mercato dei SLB, mentre le imprese *greenwashers* sarebbero le uniche in grado di continuare ad emettere tali titoli di debito.

Gli elementi esaminati suggeriscono, quindi, che l'esistenza di fenomeni fraudolenti, resi possibili anche dalla debolezza strutturale dello strumento giuridico impiegato, portino a dubitare della serietà degli impegni assunti dagli emittenti (e dunque della probabilità di raggiungere l'interesse non finanziario che si intende perseguire), risultando in una "corsa al ribasso". Si tratta di un fenomeno che occorre contrastare, in quanto in grado di scoraggiare l'emissione e la sottoscrizione di SLB, danneggiando così gli *stakeholders* e segnando un passo indietro nella transizione

[38] Si pone quindi l'esigenza di proporzionalità tra il prezzo e il beneficio di sostenibilità (*greenium)*, come mettono in evidenza J. ARMOUR et al., *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, op. cit., p. 323.
[39] Cfr. M. MAZZUCATO et al., *Mapping modern economic rents: the good, the bad, and the grey areas*, in Cambridge Journal of Economics, Volume 47, Issue 3, May 2023, p. 507 e ss.

verde.

Ciò detto, bisogna dunque soffermarsi su come possa realizzarsi un allineamento tra gli incentivi delle parti.

Al fine di realizzare un SLB in grado di perseguire adeguatamente gli interessi dei vari *stakeholders*, è indispensabile che le posizioni di tali soggetti siano bilanciate, poiché la prevalenza del proprio interesse (e la conseguente possibilità di sfruttare tale posizione) da parte di taluni, può portare a disfunzioni, frustrando così il corretto funzionamento del modello di "*profit-with-purpose*"[40] sotteso ai SLB.

Occorre anzitutto realizzare un allineamento degli interessi tra emittente e investitori, determinando una convergenza, di modo che sia l'emittente sia gli investitori siano incentivati al raggiungimento dei targets. Un primo profilo rilevante attiene agli importi dello *step-up*: il disallineamento potrebbe derivare dalla circostanza che valori troppo ridotti della penalità potrebbero risultare insufficienti a orientare la condotta dell'emittente, scoraggiando comportamenti contrastanti con il *pledge*[41]. Inoltre, al fine di legare efficacemente gli interessi finanziari e non finanziari delle parti, dovrebbe garantirsi la cumulabilità tra gli *step-up,* maturati in relazione a ciascuna verifica dei risultati. In tal modo, l'emittente avrebbe una forte motivazione (anche economica) nel raggiungere i risultati promessi, anche a fronte di precedenti insuccessi. Nulla esclude che possa comunque fissarsi un tetto massimo al tasso d'interesse frutto del cumulo degli *step-up*, per non dissuadere gli emittenti dall'utilizzo di SLB.

In secondo luogo, disallineamenti degli incentivi possono essere determinati

[40] T. BESLEY – G. MAITREESH, *Profit with Purpose? A Theory of Social Enterprise*, in American Economic Journal: Economic Policy, vol. 9, no. 3, 2017, p. 19 e ss.

[41] Ciò emerge in modo evidente quando si tratti di una emissione cd. *stand alone*; la circostanza invece che una intera strategia – nell'ambito della quale siano ricomprese più emissioni obbligazionarie – contenga *step-ups* e questi siano addizionabili, rende l'impegno dell'emittente più significativo. Quando il SLB faccia parte di una più ampia strategia dell'emittente, l'incentivo a tenere comportamenti opportunistici è ridotto. Esempio virtuoso è rappresentato da ENEL, che ha emesso per la prima volta un SLB nel 2019, nell'ambito della propria strategia di sostenibilità. Cfr. https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance.

dalle scadenze rilevanti per l'esercizio di diritti o per il prodursi di effetti in relazione al *bond*. Ad esempio, può causare pregiudizio alla credibilità dell'impegno – e dunque scoraggiare l'investimento – la fissazione di date in cui viene verificato il raggiungimento degli obiettivi ed eventualmente se ne producono conseguenze che siano troppo in là nel tempo. In simili circostanze, di fatto, la piena implementazione dell'operazione (del piano d'investimento – sostenibile – descritto nel documento di emissione) dipenderebbe dalla volontà dell'emittente di portarlo avanti fino alla fine e meno dall'operatività degli strumenti contrattuali[42]. Una possibile soluzione per fronteggiare tali problemi potrebbe essere quella di garantire che il rimborso del prestito obbligazionario non possa precedere la prima data di valutazione del raggiungimento dei SPT, garantendo così l'*accountability* dell'emittente nei confronti degli investitori e del mercato, migliorando la trasparenza della transazione e proteggendo gli interessi (di sostenibilità e finanziari) degli investitori[43].

In altri termini, si dovrebbe fare in modo che il beneficio reputazionale ed economico-finanziario che l'emittente ha tratto al momento dell'emissione del SLB venga azzerato quando questi decida di rimborsare il prestito anticipatamente senza raggiungere gli obiettivi promessi. Dunque, da una parte, a fronte del rimborso anticipato che consenta all'emittente di sottrarsi allo scrutinio degli investitori quanto al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità prefissati, dovrebbe essere restituito il cd. premio di sostenibilità in aggiunta alla penale prevista dal regolamento d'emissione. Dall'altra, poiché l'emissione di una SLB è anche un forte segnale[44] inviato al mercato sulle politiche verdi intraprese dall'azienda, è necessario rendere tale

[42] Anche con riferimento ai meccanismi di diffusione delle informazioni e di verificazione delle stesse possono porsi disallineamenti. Al riguardo, la verificazione da parte di terzi potrebbe risultare insufficiente in quanto non inidonea a chiarire l'attuale impatto degli SLB in mancanza di specifici standards che ne rendano possibile l'effettiva comparabilità. Sul punto, D. DE FILIPPIS, *La «revisione esterna» nella disciplina sui green bonds*, in Riv. Dir. Banc., n. 3/2024, p. 305 e ss.

[43] La clausola che dovesse consentire il rimborso anticipato del SLB prima che l'investitore possa trarre una remunerazione, in ragione della verifica del raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità potrebbe risultare rilevante ai sensi della UCTD.

[44] M. SPENCE, *Job Market Signaling*, in The Quarterly Journal of Economics, vol. 87, no. 3, 1973, p. 355 e ss.; K.J. ARROW, *Information and Economic Behavior*, Technical report – Issue 14, in Harvard Project on Efficiency of Decision-Making in Economic Systems, 1973, p. 1 e ss.

segnale costoso (rendendolo così più convincente) ad esempio rafforzando le conseguenze reputazionali derivanti dall'emissione di SLB introducendo meccanismi di "*shaming*"[45].

Da ultimo, un pieno bilanciamento tra le contrapposte istanze non può prescindere da meccanismi che coinvolgano anche i managers dell'emittente. Occorre, dunque, prevedere un collegamento diretto tra i risultati degli SLB e i parametri di valutazione dei managers ai fini della retribuzione, tenendo conto anche del ruolo e delle responsabilità (diverse) dei singoli manager, e fissando delle scadenze per la valutazione che consentano di rendere l'un impegno "verde" più credibile e monitorabile[46].

Tali accorgimenti, idonei a rendere il regolamento negoziale meglio in grado di raggiungere gli obiettivi finanziari e non finanziari di tutti gli attori coinvolti, potrebbero essere lasciati alla libera determinazione delle parti o eterodeterminati. In quest'ultima ipotesi, il vincolo potrebbe derivare da atti normativi vincolanti o dall'applicazione di standard elaborati dagli stessi operatori del mercato.

3. Ebbene, giunti a questo punto, bisogna domandarsi quale debba essere il ruolo del diritto nella definizione di SLB più efficienti, in quanto maggiormente in grado di contemperare i contrapposti interessi.

Una prima questione attiene alla valutazione circa l'opportunità di un intervento regolatorio cogente sulla struttura e sul contenuto SLB. Come accennato, l'autoregolazione è giunta a definire alcuni elementi (minimi), che sono volti a rendere le *best practices* lo standard del mercato. L'adozione di tali modelli non è però obbligatoria: i principi ICMA sono usualmente applicati dalle imprese in quanto ciò

[45] B. TAEBI – A. SAFARI, *On Effectiveness and Legitimacy of 'Shaming' as a Strategy for Combatting Climate Change*, in Sci Eng Ethics, 23, 2017, p. 1289 e ss. Tali meccanismi potrebbero essere affiancati dall'obbligo di devolvere risorse a progetti di ripristino ambientale, quando gli obiettivi di sostenibilità non sono raggiunti.

[46] G. FERRARINI – C. UNGUREANU, *Executive Remuneration: A Comparative Overview II*, in J. Gordon – W.G. Ringe (a cura di), Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, 2nd ed., in corso di pubblicazione.

consente di ampliare il mercato per i titoli emessi – anzitutto in quanto favorisce una migliore comparabilità dei titoli da parte degli investitori – e perché emettere SLB che non rispettino tali principi potrebbe comportare effetti reputazionali negativi, in mancanza di segnali credibili della serietà dell'impegno (e solidità degli strumenti impiegati).

Un intervento volto a rendere *hard law* ciò che è stato spontaneamente elaborato dagli operatori del mercato costituisce un'opzione valida, ma certamente più intrusiva. Potrebbe essere giustificato dall'individuazione di fallimenti del mercato[47] che mettano a repentaglio l'efficienza del mercato (quello dei SLB, ma non solo). Non deve però dimenticarsi che il successo del SLB si fonda su un impegno spontaneo e duraturo dell'emittente. Dunque, la flessibilità strutturale caratterizza il modello contrattuale, in quanto consente di modulare le clausole del regolamento di emissione sulla base del concreto modello di business e piano industriale dell'emittente. Da questo punto di vista, un intervento normativo cogente volto a cristallizzare il contenuto delle disposizioni contrattuali potrebbe risultare persino controproducente. Inoltre, un intervento di questo tipo dovrebbe avvenire a livello (quantomeno) europeo, poiché iniziative esclusivamente nazionali finirebbero per ingenerare confusione per gli operatori economici, frammentando il mercato.

Quando si ritenesse di voler incidere sullo strumento fissandone contenuti minimi si potrebbe, d'altra parte, far ricorso a meccanismi di *enforced self-regulation*, che costituirebbero un crescendo rispetto all'attuale modello e si porrebbero in piena continuità con l'approccio diffuso a livello europeo, ad esempio, in relazione alla standardizzazione[48]: le autorità pubbliche potrebbero dunque affidare ad organismi privati la definizione delle caratteristiche degli SLB e delle modalità di rilevazione del comportamento scorretti degli emittenti, presidiando il rispetto di tali regole.

La domanda che occorre porsi è però anche la seguente: pur avendo individuato

[47] R. BALDWIN et al., *Why Regulate?*, in Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice, Oxford University press, 2011, p. 15 e ss.
[48] Regolamento (UE) n. 1025/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2012 sulla normazione europea, e successive modifiche, in part. Artt. 10 e 11.

fallimenti del mercato in relazione agli SLB, se debba ritenersi che il modo più efficiente di correggerli sia quello di intervenire definendo i connotati strutturali dello strumento. Utilizzando una felice formula, bisogna chiedersi se si ritenga che l'autonomia privata sia in grado di elaborare "*green pills*"[49] sufficientemente credibili o se la regolazione debba venire in soccorso dei destinatari dell'offerta di prodotti *sustainability-linked,* eterodeterminando il contenuto delle condizioni giuridiche di tali bond. La risposta a tale interrogativo deve passare anche dalla costatazione che la risoluzione di tali fallimenti[50] può essere realizzata attraverso il buon governo dell'autonomia privata, consentendo alle parti di definire assetti negoziali che siano equilibrati, così che il SLB possa costituire un meccanismo volto a creare benessere – permettendo alle preferenze di sostenibilità di essere espresse e valorizzare il maggiore valore delle imprese orientate alla sostenibilità – riducendo le inefficienze che possono dar luogo a "perdite secche" di benessere (*deadweight losses*).

Una prima soluzione può venire dall'applicazione del cd. "*market-based regulatory approach*"[51]: in linea con quanto emerso ad esempio con riferimento ai *green bonds*, il recepimento da parte del legislatore di standards elaborati nella prassi, attribuendogli rilievo normativo. L'art. 71 del Reg. 2023/2631 può venire in aiuto, in quanto prevede che entro la fine del 2028 e successivamente ogni tre anni dovrà essere valutato il mercato dei SLB valutando se occorrano interventi regolatori (nt. 1, lett. f) e comma 2). In questo modo, viene imposto al legislatore europeo di valutare – presumibilmente nell'ambito di un *regulatory impact assessment*[52] – l'opportunità di introdurre una disciplina normativa cogente anche per i SLB.

Peraltro, in alternativa all'introduzione di obblighi normativi basati sul *command and control* potrebbero invece valorizzarsi strategie regolatorie *incentives*-

[49] J. ARMOUR et al., *Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible*, op. cit., p. 321 e ss.
[50] Si fa riferimento anzitutto ai disallineamenti degli incentivi per le parti, cristallizzati nel regolamento d'emissione, che possono portare ad usi opportunistici dei SLB da parte degli emittenti.
[51] S. STEUER – T.H. TRÖGER, *The role of disclosure in green finance*, in Journal of Financial Regulation, 2022, vol. 1, p. 5 e ss.
[52] C. RADAELLI – F. DE FRANCESCO, *Regulatory Impact Assessment*, in R. Baldwin et al. (a cura di), The Oxford Handbook of Regulation, Oxford University Press, 2010, p. 279 e ss.

based[53], in grado di attribuire un vantaggio alle imprese aderenti agli standards mediante incentivi monetari (ad es., assoggettando tali strumenti ad una tassazione più favorevole in ragione dei benefici per la collettività che possono determinare) e non monetari (ad es., consentendone la quotazione in segmenti dedicati, destinatari di misure di semplificazione). Questi modelli d'intervento consentirebbero una maggiore standardizzazione dei SLB, favorendo la diffusione di SLB di più elevata qualità pur senza introdurre veri e propri obblighi normativi quanto al loro contenuto.

Ad ogni modo, quel che emerge allo stato attuale di diffusione e sviluppo dei SLB è l'esigenza di rafforzare presidi di *accountability* degli emittenti. Poiché i SLB sono naturalmente legati ad un impegno di lungo periodo dell'emittente, non è di per sé essenziale eterodeterminare il contenuto del regolamento contrattuale, ma occorre far sì che lo strumento sia in grado di rendere credibili gli impegni dell'emittente, anche attribuendo agli investitori strumenti di reazione efficaci[54].

Bisogna, dunque, volgere lo sguardo agli strumenti di *enforcement*. Questi rappresentano l'altra faccia della medaglia rispetto all'assetto contrattuale frutto dell'autonomia privata: è proprio dal pieno *enforcement* delle regole contrattuali che passa la serietà dell'impegno dell'emittente. E solo se questi meccanismi funzionano, il mercato può correttamente "prezzare" il bond, attribuendo il giusto valore sia alla solidità dell'emittente, sia ai suoi impegni di sostenibilità. Al riguardo, è opinione diffusa che la regolazione finanziaria debba prevedere un mix di strumenti di *public* and *private enforcement*, di modo da favorire forme di *enforcement* integrato[55]: in primo luogo, per sopperire alla scarsità di risorse a disposizione delle autorità

[53] R. BALDWIN et al., *Regulatory Strategies*, in Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice, Oxford University Press, 2011, p. 105 e ss.

[54] Al riguardo, potrebbe essere sufficiente, nel contesto dei principi ICMA, rafforzare i presidi informativi che rendano evidente l'adeguatezza dello *step-up margin* e introdurre clausole-tipo più equilibrate. Potrebbe inoltre essere introdotta la figura degli osservatori esterni che valutino la correttezza del comportamento degli emittenti, consentendo ai sottoscrittori di agire tempestivamente nel caso di azioni opportunistiche.

[55] U. MALVAGNA, *Nullità di protezione ed enforcement pubblicistico nei settori regolati*, in Riv. Dir. Banc., n. 2s/2023, p. 146 e ss.

pubbliche[56] (che non consentirebbero interventi adeguati e sufficienti), ma anche per consentire ai privati – così responsabilizzati – di svolgere un efficace scrutinio, reagendo prontamente a fronte della rilevazione di vizi[57].

Tuttavia, anche il *private enforcement* dei contratti finanziari non è privo di criticità. Questo si scontra con la duplice difficoltà della frammentazione dei rimedi disponibili nei vari ordinamenti europei[58] e con la loro tendenziale scarsa effettività, in quanto si tratta di rimedi perlopiù compensativi, che possono quindi risultare poco incisivi sul rapporto. Difatti, il diritto UE si limita ad imporre ai legislatori nazionali l'effettività ed equivalenza dei rimedi, ma non si spinge fino ad individuare in modo individuale lo strumento, né ad esigere che il rimedio sia caducatorio[59]. Per il vero, la giurisprudenza UE solo in casi ben precisi (in particolare, nell'ipotesi in cui i termini del contratto sono non vincolanti ai sensi dell'art. 6(1) UCTD) ha ritenuto necessario che il diritto nazionale prevedesse ipotesi di invalidità, con efficacia *ex tunc*[60].

Guardando più specificamente all'*enforcement* degli impegni di sostenibilità assunti nell'ambito dei SLB, va evidenziato anzitutto che l'attività sanzionatoria di natura pubblicistica volta a reprimere violazioni degli obblighi ESG nel settore finanziario risulta ad oggi ancora in una fase embrionale[61]. Ciò rende ancora più

[56] E. FERRAN et al., *Corporate Bonds*, op. cit., p. 517.
[57] E. MACCHIAVELLO, *"Greenwashing" in investment intermediation: investor protection and the difficult role of enforcement*, EUSFiL Research Working Paper Series, no. 28/2024, p. 63 e ss. evidenzia la insufficienza di meccanismi di *private enforcement* quando non siano affiancati da interventi delle autorità pubbliche.
[58] Sulla scarsa armonizzazione dei rimedi di *private enforcement* e sulle possibili prospettive evolutive si veda, *ex multis*, R. D'AMBROSIO – S. MONTEMAGGI (a cura di), *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, Conference papers Banca d'Italia, Rome, 4 October 2019, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, n. 90, ottobre 2020, in part. i contributi di Andenas, Afferni e Della Negra.
[59] Ne deriva un quadro dei rimedi molto disomogeneo tra i vari Stati membri, che pone problemi di certezza del diritto, in particolare quando si tratti di emittenti ed investitori attivi in più Stati.
[60] Casi riuniti C-154/15, C-307/15, e C-308/15 Gutiérrez Naranjo EU:C:2016:980; Caso C-472/20 Lombard Pénzügyi és Lízing Zrt. ECLI:EU:C:2022:242, come messo in evidenza da F. DELLA NEGRA, *Financial Services Contracts in EU Law*, Oxford University Press, 2023, p. 271.
[61] G. TROVATORE, *Sull'"enforcement" degli obblighi di sostenibilità nel mercato finanziario*, in Giur. comm., n. 3/2024, p. 619 evidenzia come ad inizio 2024 non ci sia stato ancora alcun procedimento di questo tipo in Italia.

rilevanti i meccanismi privatistici utilizzabili in relazione ai SLB[62], rispetto ai quali si pone teoricamente un'alternativa tra rimedi compensativi e quelli demolitori.

Nel diritto vigente, l'individuazione del rimedio deriva direttamente dalla qualificazione soggettiva delle parti e dall'individuazione del vizio riscontrato.

Con riferimento al primo aspetto, l'individuazione dei rimedi applicabili può derivare dalla qualifica soggettiva delle parti. Difatti, va operata una distinzione tra investitori *retail* qualificabili come consumatori ai sensi della disciplina consumeristica e tutti gli altri: solo ai primi si applica la disciplina delle pratiche commerciali scorrette[63] che sanziona eventuali condotte ingannevoli degli emittenti (e intermediari che dovessero collocare i titoli), in aggiunta ai rimedi spettanti a tutti gli investitori ai sensi della disciplina finanziaria.

Mentre in relazione al tipo di vizio, occorre operare una distinzione tra quelli riconducibili alla infedele rappresentazione – nel prospetto informativo e in altre comunicazioni veicolate agli investitori – circa le caratteristiche del *bond* e dell'emittente, in grado di incidere in modo decisivo anche sulla formazione della volontà negoziale, e i comportamenti dell'emittente successivi all'emissione, tali da frustrare gli interessi patrimoniali e non patrimoniali degli investitori. Tali situazioni possono, dunque, comportare l'applicazione di rimedi differenti[64].

In primo luogo, può configurarsi una responsabilità da prospetto[65] qualora siano inserite nel prospetto informativo informazioni decettive o non rispondenti alla realtà.

[62] F. AGOSTINI, *From "green bond principles" to "green bond clauses": mitigating greenwashing through contract law*, in M. Heidemann – M. Andenas (a cura di), Quo vadis Commercial Contract? Reflections on Sustainability, Ethics and Technology in the Emerging Law and Practice of Global Commerce, Springer, 2023; G. SCHNEIDER, *La competitività dei mercati dei capitali sostenibili*, op. cit., p. 232 e ss.

[63] Direttiva (UE) 2005/29/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno, come successivamente modificata.

[64] A complicare ulteriormente il quadro dei rimedi, va segnalato che talvolta il rapporto tra emittente e sottoscrittori è un rapporto diretto, altre volte intermediato. E ciò incide sulle modalità di attivazione delle tutele.

[65] I.H.-Y. CHIU – P. SCHAMMO, *Integrating Sustainable Finance into the Prospectus Regulation*, in K. Alexander - M. Siri - M. Gargantini (a cura di), The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance, Cambridge University Press, 2025, p. 381 e ss.

Quando si tratti di informazioni *forward looking*, si pone però un problema particolarmente importante: come già evidenziato, molto spesso l'emittente di SLB non assume l'obbligo di realizzare un obiettivo di sostenibilità[66], ma tali obiettivi costituiscono esclusivamente la condizione al ricorrere della quale sono applicate diverse (più o meno favorevoli) condizioni economiche. Pertanto, non si configurerebbe un inadempimento di un'obbligazione (di risultato) e non sarebbero invocabili i rimedi per l'inadempimento, quale ad esempio la risoluzione ex art. 1453 e ss. del codice civile[67]. Pur aderendo a questa ricostruzione, rimane comunque ferma la possibilità di valutare la condotta dell'emittente in quanto contraria ai canoni di correttezza. E dunque potenzialmente foriera di responsabilità.

Talvolta, poi, la condotta dell'emittente può assumere un rilievo ancora più dirompente. Si pensi all'ipotesi in cui siano rese informazioni del tutto fuorvianti, che possano illudere l'investitore circa l'esistenza di obiettivi di sostenibilità nella strategia dell'emittente, per la verità completamente assenti; ciò potrebbe avere un rilievo sulla stessa struttura del contratto, incidendo sulla causa contrattuale[68]. In tale situazione limite, la falsa rappresentazione delle qualità di sostenibilità del progetto imprenditoriale potrebbe perfino determinare la nullità dell'intera emissione del SLB.

---

[66] G. SCHNEIDER, *La competitività dei mercati dei capitali sostenibili: prime riflessioni sui rimedi di private enforcement ai danni da greenwashing*, in JusOnline, n. 2/2024, p. 240 la quale evidenzia come «*Risultano infatti frequenti le clausole con cui gli emittenti escludono qualsiasi legittima azione da parte degli investitori per mancato raggiungimento degli obiettivi ESG prefissi, dichiarando che tali ipotesi non integrano un inadempimento contrattuale dell'emittente nei confronti dell'investitore*». Peraltro, non sembra venire in soccorso neppure la possibile qualificazione come obbligazione di mezzi (e non di risultato). Sul punto, tra le altre, si veda Cass. Civ., Sez. III, 11 novembre 2019, n. 28991,

[67] Ogni qualvolta si riesca a qualificare la condotta lesiva dell'emittente come inadempimento, e tale inadempimento risulti di non scarsa importanza, potrà dunque essere chiesta - in aggiunta al risarcimento del danno - la risoluzione del contratto. Va evidenziato che un siffatto rimedio potrebbe porre in difficoltà l'emittente, costretto a rimborsare immediatamente il finanziamento. Quando l'ammontare del prestito obbligazionario sia particolarmente elevato, ciò potrebbe perfino mettere a repentaglio la sopravvivenza dell'operatore economico, con possibile danno per il mercato. Situazione analoga potrebbe peraltro verificarsi quando la violazione di un covenant ESG costituisca causa di *acceleration* di un finanziamento concesso all'impresa. Sul tema, E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in Riv. Dir. Banc., n. 4/2023 suppl., p. 59 e ss.

[68] Di rilevanza causale dell'interesse non finanziario alla sostenibilità nell'ambito delle obbligazioni verdi parla anche M. MAUGERI, *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, op. cit., pp. 376-377. Si veda anche D.D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio?*, in BBTC, n. 4/2023, p. 610 e ss.

Tale ipotesi spinge peraltro a ricordare che essendo i SLB titoli di debito che rappresentano frazioni di un prestito obbligazionario[69] esistono peculiari strumenti di tutela (ulteriori) previsti dalla legge. Si pensi alla disciplina di cui agli artt. 2410 e ss. del codice civile. Al riguardo, occorre domandarsi se il rappresentante comune degli obbligazionisti, eletto dall'assemblea degli obbligazionisti, possa rappresentare un presidio che consente di esercitare un controllo efficace, rappresentando quindi un presidio funzionale all'esercizio del *private enforcement*. In particolare, ai sensi dell'art. 2418 c.c., parrebbe che questi possa avere un ruolo quantomeno in relazione alla piena informazione degli obbligazionisti – in relazione alle condotte dell'emittente e alla loro qualificazione in termini di liceità[70] – consentendo loro di agire in giudizio per la tutela della propria posizione.

Nel contesto fin qui rappresentato, il risarcimento del danno sembra rappresentare il rimedio principale e più efficace a tutela degli investitori in SLB. Restano però numerosi aspetti dibattuti. Tra questi, assume particolare rilievo il profilo della quantificazione del danno e del conseguente risarcimento. Al riguardo, è stata avanzata in prospettiva *de iure condendo* l'idea di riconoscere un danno "ultra-compensativo"[71] a favore dell'investitore (con preferenze di sostenibilità) danneggiato: ciò consentirebbe di reintegrare la perdita patrimoniale e non patrimoniale da questi subita a seguito della frustrazione dell'interesse alla sostenibilità e, al contempo, di scoraggiare l'emittente da comportamenti opportunistici[72]. Un simile meccanismo avrebbe il pregio di elevare la qualità dei SLB (e dei relativi impegni assunti dagli

[69] L. GULLIFER – J. PAYNE, *Multiple lenders*, op. cit., p. 397.
[70] N. DE LUCA – A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, op. cit., pp. 832-834.
[71] A. CARRISI, *Finanza, interessi non finanziari e rimedi*, op. cit., p. 81.
[72] Sulla funzione del risarcimento, A. PISANI TEDESCO, *Il problema della responsabilità civile compensativa. Studio per un rimedio risarcitorio effettivo*, Collana del Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Milano-Bicocca, 142, Giappichelli, 2022, passim. Con riferimento all'attitudine punitiva del risarcimento, si veda anche J.B. SALES – K.B. COLE JR., *Punitive Damages: A Relic That Has Outlived Its Origins*, in Vanderbilt Law Review, Vol. 37, Issue 5, 1984, p. 1117 e ss. In Italia, un'apertura alla ammissibilità dei danni punitivi c'è stata con la sent. Cass. Civ., SS..UU., 5 luglio 2017, n. 16601.

emittenti), ma richiederebbe un intervento espresso del legislatore. A legislazione invariata, il risarcimento in favore dell'investitore dovrebbe invece essere calcolato considerando la perdita patrimoniale patita, nonché la quantificazione in termini patrimoniali del danno da frustrazione degli interessi non patrimoniali. Tale calcolo lascerebbe comunque un certo spazio di discrezionalità al giudice (in particolare quanto agli aspetti soggettivi dell'interesse non patrimoniale), ma rientrerebbe nei limiti consentiti dall'art. 1223 c.c.

Va comunque evidenziato che i rimedi risarcitori descritti trovano applicazione solamente quando vi sia una violazione dell'impegno verso risultati di sostenibilità imputabile all'emittente, rimanendo invece esclusi quando il mancato raggiungimento degli obiettivi si debba a vicende che rientrano nella normale condotta d'impresa o derivi da fattori esterni[73]. In queste ultime ipotesi, lo *step-up* (in aggiunta al tasso d'interesse base) rimarrebbe l'unica forma di compensazione per l'investitore.

Le difficoltà nella prova del danno patito confermano che i rimedi attivabili risultano talvolta di difficile utilizzo e possono offrire una insufficiente tutela all'investitore, il quale potrebbe così rimanere in una situazione di soggezione rispetto all'emittente che non onori i propri impegni di sostenibilità. Vi è dunque il concreto rischio che, qualora il regolamento d'emissione non sia "bilanciato", la tutela della posizione degli investitori passi esclusivamente dalla buona fede dell'emittente.

4. Dall'analisi sin qui condotta si coglie come l'autodisciplina abbia avuto un ruolo fondamentale nel cristallizzare le *best practices* emerse sul mercato – definendo un contenuto minimo snello per i SLB – al contempo tentando di porre rimedio ad alcune delle più evidenti debolezze dello strumento.

[73] Emblematico è al riguardo l'esempio offerto dallo *step-up* nel SLB bond emesso da ENEL, attivato dal mancato raggiungimento dei 2023 Greenhouse-Gas (GHG) emissions targets. Evidentemente una causa che esula dal pieno controllo dell'emittente - e rispetto alla quale l'emittente non può neppure effettuare previsioni pienamente accurate – può determinare tale conseguenza. Occorre interrogarsi sull'effetto reputazionale che un simile evento è in grado di produrre e come ciò può impattare sulla strategia dell'impresa. Una interessante chiave di lettura è quella fornita da J. Hay reperibile al seguente link https://www.globalcapital.com/article/2d6aslu8tt7copf96bmdc/sri/green-and-social-bonds-and-loans/after-its-step-up-enel-should-issue-an-slb.

Non ha però del tutto eliminato i profili critici derivanti dalla fisiologica asimmetria informativa tra emittenti e potenziali investitori, nonché dalla scarsa cogenza degli impegni di sostenibilità, i quali molto spesso non assumono la veste di obblighi giuridici quanto piuttosto solamente il presupposto per l'applicazione di diverse condizioni economiche. In tale contesto, occorre evidentemente assumere piena contezza del potenziale sbilanciamento tra gli interessi delle parti, avanzando proposte idonee a porvi rimedio. Ciò è essenziale affinché i SLB possano rappresentare strumenti che concorrono al corretto funzionamento del mercato, in grado di portare ad una efficiente allocazione delle risorse.

Al riguardo, vanno distinti due diversi piani d'intervento: da un lato, l'introduzione di una regolazione più incisiva, eventualmente anche mediante atti di *hard law* qualora dovesse riscontrarsene l'esigenza, volta a definire in modo rigido i requisiti del bond e il contenuto minimo delle clausole contrattuali; dall'altro, la previsione di rimedi più efficaci – sia di *private* sia di *public enforcement* – per fronteggiare l'inadempimento degli obblighi di sostenibilità e per sanzionare adeguatamente la scorrettezza dell'emittente. Ciò nella consapevolezza di quanto tali comportamenti possano frustrare gli interessi non patrimoniali degli investitori, ponendo in crisi la credibilità degli strumenti di *green finance* (in particolare quelli *sustainability-linked*).

Dal primo punto di vista, pur avendo i prodotti *sustainability-linked* bisogno di una maggiore flessibilità, che consente alle imprese emittenti di meglio perseguire gli obiettivi di sostenibilità previsti dal regolamento d'emissione (nonché dalla propria strategia aziendale), è auspicabile che siano introdotti vincoli – si pensi ad esempio alle limitazioni al rimborso anticipato e all'obbligo di cumulo tra gli *step up* maturati alle scadenze di verifica dei risultati di sostenibilità[74] – che impongano un equilibrio

[74] il possibile costo (futuro) del non raggiungimento dell'obiettivo *green* dovrebbe essere valorizzato, prevedendo che il mancato rispetto del target renda le condizioni economiche del bond più favorevoli per il sottoscrittore, rispetto ad un bond non "verde", compensando così la frustrazione dell'aspettativa di sostenibilità. La logica di fondo dovrebbe dunque essere quella di ridurre il costo del capitale in

strutturale tra le posizioni delle parti del bond, garantendone così l'integrità causale[75]. Un intervento normativo potrebbe peraltro incidere su aspetti che si pongono fuori dalla struttura del bond, ma che ugualmente risultano fondamentali per raggiungere gli obiettivi che questo si pone, quale ad esempio la previsione di un verificatore terzo[76].

Quanto ai rimedi, gli strumenti di *public enforcement* volti a sanzionare gli emittenti che non rispettino i propri obblighi di sostenibilità appaiono ancora poco sviluppati; pertanto, nonostante la forte frammentazione a cui si assiste a livello europeo, gli strumenti di *private enforcement* risultano essenziali al fine di poter recuperare l'equilibrio delle posizioni tra le parti del bond. Tra i vari meccanismi a disposizione degli investitori per reagire nei confronti dell'emittente che diffonda informazioni inadeguate o false (sia sulle caratteristiche del bond, sia sul proprio modello di business e quindi sul proprio impegno nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità) o che tenga un comportamento lesivo degli obbligazionisti, il risarcimento del danno risulta lo strumento più incisivo. Al riguardo, l'applicazione di rimedi risarcitori, con quantificazione sovracompensativa, appare meglio in grado di reintegrare la possibile frustrazione dell'interesse non patrimoniale sotteso alla sottoscrizione SLB e a dissuadere gli emittenti da utilizzi scorretti dello strumento. Tale opzione, che richiederebbe un intervento normativo espresso, consentirebbe di conformare il mercato[77] reprimendo i fenomeni di *greenwashing* che creano forte danno agli investitori e al mercato dei prodotti sostenibili.

---

relazione alle attività green, aumentandolo contestualmente con riferimento a quelle *brown* prevedendo "*dirty penalties*". Ciò permetterebbe di migliorare il meccanismo secondo cui l'aumento della disponibilità del credito per attività sostenibili, con riduzione invece per le risorse disponibili per finanziare attività non sostenibili.

[75] Si veda M. MAUGERI, *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, op. cit., pp. 376-377.

[76] Ciò si pone peraltro in linea di continuità con quanto richiesto agli emittenti che intendano quotare le proprie obbligazioni tematiche su Borsa Italiana.

[77] Sulla funzione regolatoria e conformativa del risarcimento ultracompensativo, R. DI RAIMO, *Ideologie e tecniche dei rimedi risarcitori nell'attività d'impresa (compensazione e ultracompensazione)*, in Riv. Dir. Banc., n.1s/2020, p. 185.

In ultima analisi, vi è l'esigenza di avere un *framework* certo e credibile, volto anzitutto ad evitare che le obbligazioni *sustainability-linked* finiscano per rappresentare "*empty promises*"[78]. L'esperienza pratica dimostra che è indispensabile che la struttura del bond sia correttamente congegnata al fine di scoraggiare comportamenti opportunistici ed il ruolo della regolazione è quello di evitare che gli incentivi per emittenti e investitori siano (eccessivamente) sbilanciati. Accanto al design contrattuale, l'esistenza di strumenti di *enforcement* efficaci costituisce un meccanismo in grado di attenuare le criticità sottese ai SLB. In questo contesto, gli strumenti privatistici di tutela possono quindi concorrere alla realizzazione degli obiettivi della regolazione finanziaria, oltreché garantire la giustizia contrattuale[79].

Daniel Foà

Assegnista di ricerca in Diritto dell'Economia

nell'Università di Bari "Aldo Moro"

[78] J. KEILMANN – T. KOCH, *When Environmental Claims are Empty Promises: How Greenwashing Affects Corporate Reputation and Credibility*, in Environmental Communication, *18*(3), 2023, p. 266 e ss.

[79] In questi termini O. CHEREDNYCHENKO, *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law*, in European Business Organization Law Review, 22, 2021, p. 168.

"MERITARE" IL CREDITO NELLA *GOVERNANCE* DIGITALE [*]

("Deserving" credit in digital governance)

ABSTRACT: *L'Intelligenza Artificiale (IA) sta trasformando il settore del credit scoring, influenzando il processo di valutazione del merito creditizio e introducendo nuove sfide regolatorie. L'uso di algoritmi e modelli di machine learning consente di elaborare una vasta gamma di dati, inclusi i cosiddetti "dati alternativi", ampliando le possibilità di accesso al credito ma sollevando al contempo questioni etiche e giuridiche. Il principale problema riguarda la trasparenza, il rischio di bias discriminatori e l'effetto "black box", che rende difficile comprendere i criteri decisionali degli algoritmi. L'Unione Europea ha introdotto normative sempre più stringenti (tali da poter essere definite "brutali"), tra cui l'AI Act, per garantire equità e protezione dei consumatori. Il confronto tra il settore creditizio e il sistema giudiziario evidenzia analogie nei modelli decisionali algoritmici, suggerendo la necessità di un approccio regolatorio integrato per affrontare le sfide dell'automazione nel processo decisionale.*

Artificial Intelligence (AI) is transforming the credit scoring sector, reshaping creditworthiness assessment and introducing new regulatory challenges. The use of algorithms and machine learning models enables the processing of a wide range of data, including "alternative data," expanding credit access while raising ethical and legal concerns. The main issues involve transparency, the risk of discriminatory biases, and the "black box" effect, making it difficult to understand the decision-making criteria of algorithms. The European Union has introduced increasingly stringent regulations (such as to be definable as "brutal"), including the AI Act, to ensure fairness and consumer protection. The comparison between the credit sector and the judicial system highlights similarities in algorithmic decision-making models, suggesting the need for

[*] Contributo approvato dai revisori.

an integrated regulatory approach to address the challenges of automation in decision-making processes.

SOMMARIO: 1. La "nuova" valutazione del merito creditizio attraverso gli algoritmi. - 2. L'impiego di dati alternativi, discriminazione e *black box effect*. - 3. La regolamentazione del mercato del credito algoritmico: Dal TUB… - 3.1 (segue) … *all'AI Act*. - 4. Conclusioni: *Credit scoring*, "*dumbing down*" e "brutalità" regolatoria.

1. L'Intelligenza Artificiale (I.A.) è una tecnologia che oramai ha quasi perso la sua identità di "*frontier technology*", proprio per la sua diffusione nel settore *mainstream* (sul punto possono citarsi le General Purpose AI Model" (GPAI) ossia l'IA generativa: ChatGPT, Google Gemini, ecc…). La peculiarità dell'I.A., nonché uno dei motivi alla base del notevole e specifico intervento normativo di cui è oggetto[1], è la sua portata generale che investe tutte le catene di valore nonché tutti i mercati[2] (da quello automobilistico all'Internet delle cose), tra cui anche il sistema bancario sotto diversi profili legati, principalmente, alla valutazione del merito creditizio (o *credit scoring*) e degli aspetti ad esso connessi come la gestione dei dati[3] e l'impiego di algoritmi di valutazione. La sperimentazione tecnologica nel *credit scoring*, infatti, è già in corso da tempo e la normativa di riferimento ha subito e sta subendo un necessario aggiornamento.

In *subiecta materia*, però, devono essere operate delle doverose premesse. Ad oggi, nell'impiego comune di tali strumenti da parte delle banche e degli istituti di

[1] Sul punto cfr. LUCHENA, *Tecnologie, mercati e regolazione dell'economia: il caso dell'intelligenza artificiale*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Ottobre 2024.
[2] Per le "sue diverse modalità incidenti sul campo economico" (così LUCHENA, *Orizzonti del Diritto dell'economia: un'introduzione oggetto, metodo, dottrine*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 4, 2023, 428; v. anche CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in GRECO (a cura di), *Pubblicazione degli atti del Convegno "Etica e diritto per un'intelligenza artificiale sostenibile in finanza" organizzato il 26 ottobre 2021 presso l'Università Statale di Milano*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, suppl. al n. 3, 2021, 4 ss).
[3] AMMANNATI, *La circolazione dei dati: dal consumo alla produzione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 4, 2020, p. 684 ss.; sul punto v. anche LANDINI, *Circolazione dei dati, data analytics e tool di intelligenza artificiale nel settore assicurativo*, in MORERA, FALCE (a cura di), *Dall'open banking all'open finance*, Torino, 95 ss.

credito gli strumenti impiegati appaiono essere "solo" algoritmici e non ancora dotati, almeno in Italia, di I.A. Difatti, è frequente la confusione tra i termini "intelligenza artificiale" e "algoritmi" che, però, sono due strumenti diversi.

Gli algoritmi, sono una sequenza finita di istruzioni, ben definite e non ambigue, così da poter essere eseguite meccanicamente per eseguire un'elaborazione o risolvere un problema e, come è stato posto in evidenza, sono «uno strumento per l'intelligenza artificiale, ma non è intelligenza artificiale»[4].

L'I.A., invece, è stata genericamente definita dall'Unione europea quale «sistema automatizzato progettato per funzionare con livelli di autonomia variabili e che può presentare adattabilità dopo la diffusione e che, per obiettivi espliciti o impliciti, deduce dall'*input* che riceve come generare output quali previsioni, contenuti, raccomandazioni o decisioni che possono influenzare ambienti fisici o virtuali»[5]. Pertanto, si tratta di un sistema con una certa discrezionalità e autonomia che può affrontare problemi complessi che richiedono un'applicazione di logica non lineare anche attraverso sistemi di apprendimento automatico (*machine learning*).

Alla luce della distinzione effettuata, deve evidenziarsi che l'introduzione dell'I.A. nei sistemi di valutazione del merito creditizio è la naturale conseguenza del già avvenuto impiego di algoritmi e il mercato sembra (quasi) pronto all'evoluzione tecnologica, motivo per cui in questa sede le fattispecie saranno trattate congiuntamente.

Difatti, nel caso del *credit scoring* valgono i medesimi principi di qualunque altra tipologia di valutazione algoritmica[6] di un soggetto: perché essa possa funzionare in

[4] Così SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 3, 2021, 204-205.

[5] 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) 2018/858, (UE) 2018/1139 e (UE) 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (regolamento sull'intelligenza artificiale), art. 3, c. 1, n. 1.

[6] In merito al *credit scoring* algoritmico, al suo funzionamento e ad un confronto con altri sistemi di valutazione algoritmica impiegati in altri settori, in particolare quello giudiziario, sia consentito un rinvio a RODIO NICO, *Efficienza della giustizia e intelligenza artificiale. Profili di Diritto dell'economia*, Bari, 2024, spec. 253-272.

maniera corretta e "giusta" devono essere raccolti e utilizzati dati per la valutazione del soggetto richiedente[7]. In generale, i sistemi in questione sono impiegati per la valutazione della possibilità di rimborso di un prestito e la possibilità di restituzione viene calcolata su un *dataset* limitato e "tradizionale"[8] che solitamente include, tra le diverse fattispecie, la storia creditizia del cliente, l'esposizione debitoria e il reddito. Con l'introduzione del *credit scoring*[9], che risale a prima degli anni 60'[10], i dati impiegati per tale scopo consistevano originariamente nella capacità di rimborso dei mutuatari su prestiti precedenti, poiché si riteneva che tali dati potessero "prevedere" il comportamento futuro del mutuatario[11]. Successivamente, nel 1989, è stato introdotto il FICO (Fair, Isaac and Company) *score*, sviluppato con l'obiettivo di eliminare possibili *bias* presenti nel processo valutativo[12] attraverso l'introduzione di nuovi elementi quali la cronologia dei rimborsi, gli importi dei prestiti e il mix di credito per calcolare il punteggio di credito di un consumatore[13].

Il rapporto di dipendenza tra la storia finanziaria di un individuo e il calcolo del merito creditizio ha, però, causato l'esclusione di talune categorie di soggetti, in

[7] ABDOU, POINTON, *Credit scoring, statistical techniques and evaluation criteria: a review of the literature*, in *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, vol. 18, 2011, 59-88.
[8] GRECO, Credit scoring *5.0*, *tra* Artificial Intelligence Act *e Testo Unico Bancario*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 3, 2021, 74 ss.
[9] Per una ricostruzione storica e dottrinale dell'evoluzione della valutazione del merito creditizio negli Stati Uniti cfr. KIVIAT, *Credit Scoring in the United States*, in *Economic Sociology - The European electronic newsletter, Max Planck Institute for the Study of Societies (MPIfG)*, Cologne, Vol. 21(1), pp. 33-42.
[10] Quando la diffusione delle carte di credito negli Stati Uniti richiese l'introduzione di forme più rapide ed efficienti per valutare il merito creditizio dei richiedenti (THOMAS, *A survey of credit and behavioural scoring: Forecasting financial risk of lending to consumers*, in *International Journal of Forecasting*, n. 16, 2000, 149-172).
[11] CAPON, *Credit Scoring Systems: A Critical Analysis*, in *Journal of Marketing*, n. 46, 1982, 82 ss.; CALDER, *Financing the American Dream: A Cultural History of Consumer Credit*, Princeton, 1999; LAUER, *Creditworthy: A History of Consumer Surveil lance and Financial Identity in America*, New York 2017.
[12] SMITH, *Stability in consumer credit scores: Level and direction of FICO score drift as a precursor to mortgage default and prepayment*, in *Journal of Housing Economics*, vol. 20, 2011, 285-298; POON, *Historicizing Consumer Credit Risk Calculation: The Fair Isaac Process of Commercial Scorecard Manufacture, 1957-circa 1980*, in BATIZ-LAZO, MAIXÉ-ALTÉS, THOMES, *Technological Innovation in Retail Finance: International Historical Perspectives*, New York, 2011, 183 ss.; *Scorecards as Devices for Consumer Credit: The Case of Fair, Isaac and Company Incorporated*, in *The Socio logical Review*, n. 55(2), 2007, 284 ss.
[13] SMITH, HERNDERSON, *Beyond thin credit files*, in *Social Science Quarterly*, n. 99, 2018, 24-42.

particolare coloro che avevano uno storico finanziario troppo breve (i c.d. *credit unscored*) e coloro i quali non avevano alcuno storico finanziario (i c.d. *credit invisible*)[14].

L'avvento del *machine learning*[15] ha comportato la possibilità di impiegare i *big data*[16] nei metodi di calcolo del merito creditizio[17], con una profonda automazione dei processi e rendendo possibile l'analisi di forme di dati[18] che non erano tradizionalmente utilizzate negli algoritmi di credit scoring, i c.d. dati alternativi (o *soft data*). Quest'ultimo, anche definito *alternative credit scoring*[19], differentemente dalle pratiche tradizionali, vede l'uso di dati che includono informazioni finanziarie non creditizie come cronologie delle ricerche sul Web, tendenze di acquisto online, informazioni provenienti da reti di social media[20], registrazioni delle attività online degli individui, attività del telefono cellulare, informazioni sul calendario, posizione[21],

[14] BREVOORT, GRIMM, KAMBARA, *Credit Invisibles and the Unscored*, in *Cityscape: A journal of Policy Development and Research*, vol. 18, 2016, 9-34.

[15] L'interazione tra finanza, tecnologia e regolamentazione non è nuova e, nel tempo, ha consentito una globalizzazione dei servizi (CERNY, *The dynamics of financial globalization: technology, market structure, and policy response*, in *Policy Sciences*, vol. 27, 1994, 319-342; PEREZ, *Unleashing a golden age after the financial collapse: drawing lessons from history*, in *Environmental Innovation and Societal Transitions*, vol. 6, 2013, 9-23 e *The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications*, in *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, 2009, 779-805).

[16] CAMPBELL-VERDUYN, GOGUEN, PORTER, *Big data and algorithmic governance: the case of financial practices*, in *New Political Economy*, vol. 22, 2017, 219-236.

[17] Sul punto cfr. ONAY, ÖZTÜRK, *A review of credit scoring research in the age of Big Data*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 26, 2018, 382-405; MARQUÉS, GARCÍA, SÁNCHEZ, O*n the suitability of resampling techniques for the class imbalance problem in credit scoring*, in *Journal of the Operational Research Society*, vol. 64, 2013, 1060-1070. In particolare, HURLEY, ADEBAJO, *Credit Scoring in the Era of Big Data*, in *Yale J.L. & Tech*, n. 18, 2017, 148 ss., evidenzia i rischi di questi approcci alternativi di valutazione del merito di credito come l'accuratezza dei dati, la trasparenza, l'iniquità e la discriminazione (sul punto si rinvia anche a ANTONUCCI, *Crediti deteriorati, discriminazione, proporzionalità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, secondo suppl. al n. 2, 2019, 47 ss.).

[18] In merito ad analisi dei dati, analisi predittiva e I.A. cfr. LANDINI, GIUSTI, SUGRAÑES, *Predictive analytics and Artificial Intelligence in insurance contracts and risk culture*, in *Law and Economics yearly review*, vol. 12(2), 2024, spec. pp. 214 ss.

[19] NJUGUNA, SOWON, *Poster: A scoping review of alternative credit scoring literature*, in *ACM SIGCAS Conference on Computing and Sustainable Societies*, 2021, 437 ss.

[20] GE, FENG, GU, ZHANG, *Predicting and deterring default with social media information in peer-to-peer lending*, in *Journal of Management Information Systems*, vol. 34, 2017, 401 ss.; WEI, YILDIRIM, VAN DEN BULTE, DELLAROCAS, *Credit scoring with social network data*, in *Marketing Science*, Vol. 35, 2016, 234 ss.

[21] GAMBACORTA, HUANG, QIU, WANG, *How do machine learning and nontraditional data affect credit scoring? New evidence from a Chinese fintech firm*, in *BIS Working Papers*, n. 834, 2019, 1 ss.

e anche altri dati che riflettono direttamente o indirettamente i modelli comportamentali[22]. Le fonti dei dati[23] alternativi che possono essere utilizzate per le valutazioni del merito creditizio sono virtualmente illimitate[24] e rappresentano il punto di rottura tra le banche tradizionaliste e le piattaforme Fintech[25] innovative che puntano a facilitare l'accesso al credito[26].

Tali sviluppi hanno portato a diversi risvolti, positivi e negativi. Se da un lato le nuove soluzioni tecnologiche[27] possono garantire una maggiore inclusione

[22] AGGARWAL, *Machine Learning, Big Data and the Regulation of Consumer Credit Markets: The Case of Algorithmic Credit Scoring*, in AGGARWAL, EIDENMÜLLER, ENRIQUES, PAYNE, VAN ZWIETEN (a cura di), *Autonomous Systems and the Law Discrimination*, Monaco di Baviera, 2019, 37-44.

[23] CANEPA, *La rilevanza delle banche dati creditizie in epoca di valutazione algoritmica tra comunicazione e aggiornamento delle informazioni*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, 5 febbraio 2025.

[24] GRECO, *Credit scoring 5.0*, cit., 77; FROST, GAMBACORTA, HUANG, SHIN, ZBINDEN, *BigTech and the changing structure of financial intermediation*, in *BIS Working Papers*, n. 779, 2019, 16 ss.; AITKEN, *All data is credit data: Constituting the unbanked*, in *Competition and Change*, n. 21, 2017, 274-300.

[25] Che in questo caso vanno dalle piccole start-up alle grandi multinazionali (TAN *et al.*, *Empowerment of grassroots consumers: A revelatory case of a chinese fintech innovation*, in *Journal of the Association for Information Systems*, n. 22, 2021, 179-203). In merito alla regolamentazione sulla concessione del credito può essere richiamata la *Guide to assessments of Fintech institution licence applications*, marzo 2018, della Banca Centrale Europea (v. ALPA, *FinTech: Un laboratorio per i Giuristi*, in FALCE, FINOCCHIARO (a cura di), *FinTech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, e BROZZETTI, *La nuova tipologia di banca Fintech nelle "guide" della Bce in tema di rilascio dell'autorizzazione*, in PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziar*i, vol. 2, Torino, 2019, 71 ss.).

[26] ANTONUCCI, *Il costo del credito*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 1, 2010, 232-233.

[27] In LEYSHON, THRIFT, *Lists come alive: electronic systems of knowledge and the rise of credit-scoring in retail banking*, in *Economy and Society*, vol. 28, 1999, 434-466, si pone proprio in evidenza come lo sviluppo delle tecnologie dell'informazione ha trasformato l'industria dei prestiti proprio attraverso il *credit scoring*.

finanziaria[28], migliorare l'accuratezza dei sistemi tradizionali di *credit scoring*[29], ridurre le asimmetrie informative e migliorare i costi operativi[30], dall'altro sono sorte problematiche che possono definirsi condivise con quelle già analizzate per il sistema giudiziario, quali mancanza di trasparenza[31], l'effetto *black box* nonché la possibile presenza di *bias* algoritmici[32].

2. L'uso dei *Big Data* e degli algoritmi solleva diverse preoccupazioni sull'applicazione e l'adeguatezza delle normative che mirano a prevenire possibili discriminazioni e a tutelare i diritti dei consumatori.

Innanzitutto, vi è il problema derivante dai dati impiegati nell'addestramento algoritmico, atteso che ogni limitazione legata ad essi viene riflessa dai sistemi nei quali

[28] Asian Development Bank, *How Alternative Credit Scoring Can Improve the Poor's Access to Loans*, 2023; ÓSKARSDÓTTIR, *The value of big data for credit scoring: Enhancing financial inclusion using mobile phone data and social network analytics*, in *Applied Soft Computing Journal*, n. 74, 2019, 26-39; SIMUMBA, OKAMI, KODAKA, KOHTAKE, *Alternative Scoring Factors using Non-Financial Data for Credit Decisions in Agricultural Microfinance*, in *IEEE International Systems Engineering Symposium (ISSE)*, 2018, 1-8; ÓSKARSDÓTTIR *et al.*, *Credit scoring for good: Enhancing financial inclusion with smartphone-based microlending*, in *arXiv*, 2020, 1-14; KSHETRI, *Big data's role in expanding access to financial services in China*, in *International Journal of Information Management*, vol. 36, 2016, 297-308. Si ritiene che l'uso dei *big data* per alimentare gli algoritmi potrebbe garantire una maggiore inclusion anche per i c.d. *unbanked*, cioè quegli individui che non sono dotati di alcun conto bancario (sul punto cfr. GABOR, BROOKS, *The digital revolution in financial inclusion: international development in the fintech era*, in *New Political Economy*, vol. 22, 2017, 423-436).

[29] PURDA, YING, *Consumer Credit Assessments in the Age of Big Data*, in WALKER, DAVIS, SCHWARTZ, *Big Data in Finance: Opportunities and Challenges of Financial Digitalization*, 2022, 95-113; DJEUNDJE, CROOK, CALABRESE, HAMID, *Enhancing credit scoring with alternative data*, in *Expert Systems with Applications*, n. 163, 2021, 113766; PACKIN, LEV-ARETZ, *Learning algorithms and discrimination*, in BARFIELD, PAGALLO (a cura di) *Research handbook on the law of artificial intelligence*, Cheltenham, 2018, 88-113.

[30] BERG, BURG, GOMBOVIĆ, PURI, *On the Rise of FinTechs – Credit Scoring Using Digital Footprints*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 33, 2020, 2845–2897. Ad esempio, mentre l'utilizzo di dati non tradizionali è andato ad avvantaggiare i *credit unscored*, non è valso lo stesso per i *credit invisible* (RAMAN, LEE, *Borrower Beware: Challenges in Providing and Using Consumer Credit*, in *Cityscape*, n. 18, 2016, 3-8). L'estensione del *credit scoring* nei confronti di questi ultimi ha, invero, reso necessaria una maggiore ricerca sull'addestramento degli algoritmi con i dati non tradizionali (EBONG, BABU, *Demand for credit in high-density markets in kampala: Application of digital lending and implication for product innovation*, in *Journal of International Studies*, n. 13, 2020, 295-313).

[31] CANEPA, *Super Apps, pagamenti mobile e nuove forme di credito digitale al consumo: il* buy now pay later, in AMMANNATI, CANEPA, *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023, spec. 110 - 111.

[32] E. BONACCORSI et al., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 721, 2022.

vengono impiegati[33]. Si può ben immaginare, quindi, come l'uso dei *soft data*[34] nel *credit scoring* non sia così semplice, ancor più se si tiene conto della possibilità che l'impiego dell'I.A. può portare ad esasperare i dati utilizzati, alterandone i risultati, a danno dei creditori. In particolare, l'uso di informazioni generiche può generare valutazioni del merito creditizio imprecise[35], «senza effettuare analisi approfondite in merito alle peculiari connotazioni ideologiche dei medesimi che giustificano l'adozione di particolari condotte»[36] e che possono portare a discriminazioni[37], «vuoi per le caratteristiche intrinseche e la struttura di black box[38] che caratterizza gli algoritmi di elaborazione, vuoi per le difficoltà che questi affrontano nel comprendere di essere stati soggetti di un processo analitico non corretto, vuoi per le oggettive difficoltà connesse al soddisfacimento dell'onere probatorio in merito al malfunzionamento dell'algoritmo»[39].

Tali forme di discriminazione nel *credit scoring* sono state individuate in numerosi studi sui metodi tradizionali[40] e, in seguito, con l'introduzione del *machine*

[33] PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 3, 2021, 431.

[34] L'uso dei *soft data* e dei *big data* in generale sollevano significative questioni anche in merito alla tutela della privacy degli utenti (FRIZZO-BARKER, CHOW-WHITE, MOZAFARI, HA, *An empirical study of the rise of big data in business scholarship*, in *International Journal of Information Management*, vol. 36, 2016, 403-413). Può accadere, infatti, che i metodi di raccolta dei dati impiegati dagli algoritmi possano portare ad una involontaria esposizione di informazioni personali sensibili (KING, FORDER, *Data analytics and consumer profiling: finding appropriate privacy principles for discovered data*, in *Computer Law & Security Review*, vol. 32, 2016, 696-714; KSHETRI, *Big data's impact on privacy, security and consumer welfare*, in *Telecommunications Policy*, vol. 38, 2014, 1134-1145).

[35] SCHULTE, *Next Revolution in Our Credit-Driven Economy: The Advent of Financial Technology*, Hoboken, 2015.

[36] ROSSANO, *L'Intelligenza Artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 3, 2021, 217.

[37] Uno dei rischi nell'uso dell'IA per il credit scoring è la possibilità che si crei un "ciclo di feedback", il quale porterà alla presenza costante di un *bias* storico nei dati che altererà anche i risultati futuri, ad esempio, portando a negare costantemente un credito nei confronti di una determinata etnia poiché è stato negato in precedenza (E. BONACCORSI *et al.*, *Intelligenza artificiale nel credit scoring*, cit. 18). Sul punto cfr. anche ROSSANO, *L'Intelligenza Artificiale*, cit., spec. 224.

[38] PASQUALE, *The Black Box Society: The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Cambridge (MA), 2015.

[39] PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria*, cit., 429-430.

[40] In taluni casi alcuni gruppi sono discriminati sotto forma di un maggiore razionamento della quantità di credito (FRASER, *Is there ethnic discrimination in the UK market for small business credit?*, in *International Small Business Journal*, n. 27, 2009, 583-607; BLANCHFLOWER, LEVINE,

learning[41] e del *deep learning* nelle operazioni di valutazione, si è dato il via ad un nuovo filone di ricerca volto ad analizzare i *bias* algoritmici[42].

ZIMMERMAN, *Discrimination in the small-business credit market*, in *Review of Economics and Statistics*, n. 85, 2003, 930-943; CAVALLUZZO, CAVALLUZZO, WOLKEN, *Competition, small business financing, and discrimination: Evidence from a new survey*, in *The Journal of Business*, n. 75, 2002, 641-679; *Market structure and discrimination: The case of small businesses*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1998, 771-792). In altri casi è stato riscontrato che, a parità di caratteristiche, vi è un tasso di rifiuto maggiore oppure un costo del credito più elevato per determinati gruppi etnici o se una domanda di accesso al credito è proposta da un gruppo di persone non caucasico (BAYER, FERREIRA, ROSS, *What drives racial and ethnic differences in high-cost mortgages? The role of high-risk lenders*, in *The Review of Financial Studies*, n. 31, 2018, 175-205; CALCAGNINI, GIOMBINI, LENTI, *Gender differences in bank loan access: An empirical analysis*, in *Italian Economic Journal*, n. 1, 2015, 193-217; CHENG, LIN, LIU, *Racial discrepancy in mortgage interest rates*, in *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, n. 51, 2015, 101-120; GHENT, HERNANDEZ-MURILLO, OWYANG, *Differences in subprime loan pricing across races and neighborhoods*, in *Regional Science and Urban Economics*, n. 48, 2014, 199-215; ALBARETO, MISTRULLI, *Bridging the gap between migrants and the banking system*, in *Banca d'Italia - Temi di Discussione*, n. 794, 2011; BELLUCCI, BORISOV, ZAZZARO, *Does gender matter in bank–firm relationships? Evidence from small business lending*, in *Journal of Banking & Finance*, n. 34, 2010, 2968-2984; ROSS, TOOTELL, *Redlining, the Community Reinvestment Act, and private mortgage insurance*, in *Journal of Urban Economics*, vol. 55, 2004, 278-297; ROSS, YINGER, *The color of credit: Mortgage discrimination, research methodology, and fair-lending enforcement*, Massachusetts, 2002; TOOTELL, *Redlining in Boston: Do mortgage lenders discriminate against neighborhoods?*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, 1996, 1049-1079; MUNNELL, TOOTELL, BROWNE, MCENEANEY, *Mortgage lending in Boston: Interpreting HMDA data*, in *The American Economic Review*, vol. 86, 1996, 25-53). In tal senso, sono state poste in evidenza anche discriminazioni di genere nei confronti di donne in merito all'importo dei tassi di mutuo (KELLY, MIRPOURIAN, *Algorithmic Bias, Financial Inclusion, and Gender*, in *Women's World Banking*, febbraio 2021; ALESINA LOTTI, P.E. MISTRULLI, *Do women pay more for credit? Evidence from Italy*, in *Journal of the European Economic Association*, suppl. al n. 11, 2013, 45-66; CESARONI, LOTTI, MISTRULLI, *Female Firms and Banks' Lending Behaviour: What Happened during the Great Recession?*, in *Bank of Italy Occasional Paper*, n. 177, 2013; MURAVYEV, TALAVERA, SCHÄFER, *Entrepreneurs' gender and financial constraints: Evidence from international data*, in *Journal of comparative economics*, vol. 37, 2009, 270-286; ORSER, HOGARTH-SCOTT, RIDING, *Performance, firm size, and management problem solving*, in *Journal of small business management*, n. 38, 2000, 42; COLEMAN, *Access to capital and terms of credit: A comparison of men-and women-owned small businesses*, in *Journal of small business management*, vol. 38, 2000, 37; FAY, WILLIAMS, *Gender bias and the availability of business loans*, in *Journal of Business Venturing*, vol. 8, 1993, 363-376; BUTTNER, ROSEN, *Funding new business ventures: Are decision makers biased against women entrepreneurs?*, in *Journal of Business Venturing*, n. 4, 1989, 249-261; *Bank loan officers' perceptions of the characteristics of men, women, and successful entrepreneurs*, in *Journal of Business venturing*, n. 3, 1988, 249-258; HISRICH, BRUSH, *The woman entrepreneur: Management skills and business problems*, in *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*, 1984).

[41] RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in E. GINEVRA *et al.* (a cura di), *Liber amicorum per Aldo A. Dolmetta*, Pisa, 2023, *333* ss.

[42] MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, n. 2, 2018, 226-251; HAVARD, *"On the take": The Black Box of Credit scoring and mortgage discrimination*, in *Public Interest Law Journal*, vol. 20, 2011, 241 ss. Anche attraverso un confronto tra i modelli basati su I.A. e i modelli tradizionali di credit scoring (BARTLETT, MORSE, STANTON, WALLACE, *Consumer-lending discrimination in the FinTech era*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 143, 2022, 30-56; ZARSKY, *Understanding*

3. Esiste una crescente preoccupazione per il fatto che le attuali normative non offrano una protezione adeguata contro l'uso improprio dei dati nel *credit scoring*[43]. Si sostiene, infatti, che sia necessaria una regolamentazione più stringente dei sistemi di punteggio basati sull'I.A. per garantire valutazioni eque e imparziali dell'affidabilità creditizia e prevenire la stigmatizzazione dei mutuatari.

Nonostante siano evidenti i benefici portati dall'I.A. e dal *machine learning*[44], le problematiche legate alla privacy, all'etica e alla regolamentazione in generale rimangono pressanti. Pertanto, in questo contesto, diviene fondamentale condurre ulteriori approfondimenti in merito alle attuali tendenze legislative[45] e gli arresti giurisprudenziali, che sembrano orientarsi verso una maggiore protezione dei dati degli individui rispetto all'avanzamento tecnologico. Questo include l'analisi delle politiche dell'Unione europea relative a affidabilità, equità e spiegabilità[46] nell'uso dell'IA, oltre

discrimination in the scored society, in *Washington Law Review*, vol. 89, 2014, 1375). Anche in riferimento alla crescita del tasso di dispersione (FUSTER, GOLDSMITH-PINKHAM, RAMADORAI, WALTHER, *Predictably unequal? The effects of machine learning on credit markets*, in *The Journal of Finance*, vol. LXXVII, 2022, spec. 9-10). Sul punto i risultati della sperimentazione sono altalenanti atteso che, in talune sperimentazioni, è emerso che l'impiego dei nuovi modelli algoritmici non sia direttamente correlato ad un aumento dei casi di discriminazione (BONO, CROXSON, GILES, *Algorithmic fairness in credit scoring*, in *Oxford Review of Economic Policy*, n. 37, 2021, 585-617).

[43] CITRON, PASQUALE, *The scored society: due process for automated predictions*, in *Washington Law Review*, vol. 89, 2014.

[44] Vi sono studi che evidenziano una maggiore accuratezza dei modelli di *machine learning* rispetto ai modelli econometrici (MOSCATELLI, PARLAPIANO, NARIZZANO, VIGGIANO, *Corporate default forecasting with machine learning*, in *Expert Systems with Applications*, n. 161, 2020, 113567; BARBOZA, KIMURA, ALTMAN, *Machine learning models and bankruptcy prediction*, in *Expert Systems with Applications*, n. 83, 2017, 405-417; BACHAM, ZHAO, *Machine learning: challenges, lessons, and opportunities in credit risk modeling*, in *Moody's Analytics Risk Perspectives*, n. 9, 2017, 30-35; KRUPPA, SCHWARZ, ARMINGER, ZIEGLER, *Consumer credit risk: Individual probability estimates using machine learning*, in *Expert Systems with Applications*, n. 40, 2013, 5125-5131; KHANDANI, KIM, LO, *Consumer credit-risk models via machine-learning algorithms*, in *Journal of Banking & Finance*, n. 34, 2010, 2767-2787; FANTAZZINI, FIGINI, *Random survival forests models for SME credit risk measurement*, in *Methodology and computing in applied probability*, n. 11, 2009, 29-45), o comunque un miglioramento rispetto ai modelli statistici tradizionali (ALONSO, CARBÓ, *Machine Learning in Credit Risk: Measuring the Dilemma between Prediction and Supervisory Cost*, in *Banco de España Working Papers*, n. 2032, 2020).

[45] F. BAGNI, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in *Osservatorio sulle fonti*, n. 2, 2021.

[46] In merito ai principi di trasparenza e spiegabilità dei modelli di deep learning cfr. *ex multis* BÜCKER, SZEPANNEK, GOSIEWSKA, BIECEK, *Transparency, auditability, and explainability of machine learning models in credit scoring*, in *Journal of the Operational Research Society*, vol. 73, 2022, 70-90; AMPOUNTOLAS, NYARKO, DATE, CONSTANTINESCU, *A Machine Learning Approach for*

alla recente introduzione di normative specifiche come l'articolo 120 *undecies* del Testo Unico Bancario[47], che mira a garantire la trasparenza nella valutazione del merito creditizio immobiliare per i consumatori[48]. La disposizione del TUB, data la rapida evoluzione dell'I.A., rimane di estrema attualità e rilevanza nelle sue previsioni in merito alla qualità dei dati che devono essere impiegati (comma 1)[49], sui requisiti che devono essere rispettati e sull'informativa del trattamento automatizzato della domanda (comma 5)[50]. Ciò che emerge, però, è la genericità della previsione, che non si esprime in maniera esplicita e vincolante in merito a modalità e dati da impiegarsi e lascia agli operatori ampi margini di discrezionalità. Se, però, tale disposizione viene letta in combinato disposto con l'art. 124 *bis*, c. 1 del TUB, che sancisce dei vincoli in merito alle informazioni che il finanziatore deve impiegare in sede di valutazione del merito creditizio, le quali devono essere «adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando una banca dati pertinente»[51], allora si ottiene una disposizione più completa, ma comunque di maglie larghe.

Più restrittivo, invece, appare essere il GDPR. Vero è che l'art. 22, c. 1, è tassativo in merito al diritto dell'interessato a non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, ma questa è una disposizione facilmente eludibile dagli istituti di credito grazie al successivo c. 2, che prevede la disciplina in deroga (necessità del trattamento automatizzato per la conclusione o l'esecuzione del

Micro-Credit Scoring, in *Risks*, n. 9, 2021, 1 ss.; DASTILE, CELIK, *Making Deep Learning-Based Predictions for Credit Scoring Explainable*, in *IEEE Access*, vol. 9, 2021, 50426-50440; TRIPATHI, EDLA, BABLANI et al., *Experimental analysis of machine learning methods for credit score classification*, in *Programming Artificial Intelligence*, vol. 10, 2021, 217-243.

[47] Avvenuto con il D.Lgs. 21 aprile 2016, n. 72 (G.U. 20/05/2016, n.117).

[48] MATTASSOGLIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fasc. 2, 2020, 187-220.

[49] «…La valutazione del merito creditizio è effettuata sulla base delle informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate».

[50] «Quando la domanda di credito è respinta, il finanziatore informa il consumatore senza indugio del rifiuto e, se del caso, del fatto che la decisione è basata sul trattamento automatico di dati».

[51] Sul punto v. RABITTI, Credit scoring *via* machine learning *e prestito responsabile*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 1, 2023, spec. 178, e, in maniera critica, MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio del consumatore*, Milano, 2018, 53 ss.

contratto, pratica autorizzata dal diritto dell'Unione o dello Stato membro, consenso esplicito dell'interessato)[52]. Se, però, la previsione dell'art. 22 viene letta in combinato disposto con il considerando n. 71 del GDPR, le tutele nei confronti dei consumatori si rafforzano. Il considerando in questione, infatti, impone ulteriori vincoli agli intermediari per le "domande di credito senza interventi umani", garantendo il diritto del consumatore a non essere esclusivamente sottoposto a decisioni automatizzate e che le tecniche di profilazione impiegate siano "appropriate".

L'applicabilità del GDPR (il cui rapporto con il sistema giudiziario si è già discusso *supra*) nel mercato del credito è stata recentemente rafforzata dalla Corte di Giustizia europea a seguito di una controversia sorta in conseguenza del diniego di concessione di un prestito ad un privato da parte di un istituto di credito sulla base dello *score* creditizio effettuato dalla società SCHUFA[53]. Quest'ultima, infatti, ha negato al privato di conoscere gli elementi impiegati per la valutazione *de qua,* motivando la scelta con la circostanza che la responsabilità dell'adozione della decisione sulla concessione del credito è esclusiva dei propri partner commerciali. Il privato richiedente si è quindi rivolto al Commissario per la protezione dei dati e la libertà di informazione per il Land Assia, il quale ha rigettato la richiesta di ingiunzione presentata e il Tribunale amministrativo di Wiesbaden, investito da ultimo della questione, ha chiesto alla Corte di Giustizia di chiarire se, quando il *credit scoring* svolge un ruolo decisivo nella decisione relativa alla concessione di un credito, il calcolo automatizzato dello stesso venga considerato, di per sé, una autonoma decisione che produce effetti giuridici nei confronti dell'interessato o incide in modo significativo sulla sua persona, rientrando, quindi, nelle previsioni dell'art. 22 del GDPR.

Nella propria decisione[54] la Corte ha approfondito la correlazione tra il *credit*

[52] DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, 180 ss.
[53] Sul punto, anche in relazione con la Direttiva europea 2023/2225/UE si rinvia a MATTASSOGLIO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e* credit scoring. *L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring. Commento alla Corte di Giustizia Europea, 7 dicembre 2023, Causa C-634/21 e conclusioni dell'avv. gen. J.R. De La Tour, 12 settembre 2024, Causa C-203/22*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, fasc. 1, 2025.
[54] Corte di Giustizia - C-634/21 SCHUFA Holding (Scoring), 7 dicembre 2023 (sul punto cfr. anche MANCIOPPI, *Il credit scoring automatizzato: tutela del consumatore e innovazione digitale. Nota a*

scoring, la fase decisionale e la normativa in merito all'automazione delle decisioni, al fine di individuare ed eventualmente colmare una «lacuna nella tutela giuridica»[55]. Perché possa applicarsi la disposizione ex art. 22 GDPR la Corte individua tre condizioni che devono coesistere: deve esservi una decisione; quest'ultima deve essere «basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione»[56] e devono prodursi effetti giuridici che interessano il richiedente. Sul punto la Corte conclude che «in circostanze come quelle di cui al procedimento principale [di richiesta di concessione di un credito], nelle quali il tasso di probabilità stabilito da una società che fornisce informazioni commerciali e comunicato a una banca svolge un ruolo decisivo nella concessione di un credito», il calcolo di tale tasso deve essere qualificato di per sé come decisione che produce nei confronti di un interessato «effetti giuridici che lo riguardano o che incid[e] in modo analogo significativamente sulla sua persona», ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 1, del GDPR[57].

Ordunque, il concetto di "decisione" così come definito dall'articolo 22, par. 1, del GDPR è interpretato in modo da includere l'analisi della capacità creditizia di un individuo espressa come probabilità di adempiere a futuri obblighi finanziari. Questo perché le azioni di un terzo, che si basano su tale valutazione, hanno un impatto determinante sui diritti legali dell'individuo o influenzano in modo sostanziale la persona interessata. Inoltre, per quanto riguarda il legame tra il *credit scoring* e la profilazione, l'elaborazione automatica di queste probabilità, fondata sui dati personali, è considerata un atto di profilazione.

Pertanto, tali pratiche di valutazione rientrano nell'ambito di applicazione dell'articolo 22 del GDPR, richiedendo che siano soddisfatte condizioni specifiche per la loro legittimità. Questo include situazioni in cui il regolamento permette decisioni basate unicamente su processi automatici, insieme alla necessità per l'ente

Sentenza della Corte di Giustizia UE, 7 dicembre 2023, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 3, 2024).

[55] Corte di Giustizia, cit., punto 23.

[56] Corte di Giustizia, cit., punto 27, n. 1.

[57] Corte di Giustizia, cit., punto 27, n. 50.

responsabile del trattamento di fornire informazioni aggiuntive e di garantire ai soggetti interessati il diritto di ottenere dettagli significativi riguardo alla logica, all'importanza e alle conseguenze di tali trattamenti.

Alla luce di ciò, la Corte ha ritenuto che, quando l'utilizzo del *credit scoring* da parte di una società terza determini in modo decisivo la stipula, l'esecuzione o la cessazione di un rapporto contrattuale (con valutazione caso per caso da parte del giudice di merito), lo stesso costituisce un processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche ai sensi dell'art. 22 GDPR[58].

Quanto statuito dalla Corte va ad aggiungere un tassello a quella struttura di *governance*, europea[59] e italiana[60] sul tema di I.A., *machine learning* ed automazione dei processi, seppure la decisione si arresti prevalentemente sul piano dei principi che regolano la privacy in materia di trattamento automatizzato dei dati, più che sul rapporto tra automazione, nuovi strumenti tecnologici e gestione dei dati. Sta di fatto che viene offerta una visione diversa e utile alla tutela, anche prudenziale, dei diritti dei privati nell'erogazione dei servizi di credito.

3.1. Può affermarsi che le iniziative regolatorie per l'impiego dell'I.A. per la valutazione del merito creditizio siano confluite nell'AI Act. Senza ripetersi in questa sede su pregi e difetti del Regolamento che sono stati già oggetto dell'attenzione della dottrina[61], devono porsi in evidenza taluni elementi che fanno emergere talune problematiche che caratterizzano la nuova normativa europea.

[58] Corte di Giustizia, cit., punto 27, n. 73.
[59] 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; 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.
[60] Sul punto cfr. Garante per la Protezione dei dati personali, provvedimento del 12 settembre 2019, n. 163, Codice di condotta per i sistemi informativi gestiti da soggetti privati in tema di crediti al consumo, affidabilità e puntualità nei pagamenti, in particolare l'art. 10 in merito a trattamenti o processi decisionali automatizzati di scoring e Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, aggiornamento n. 45 del 12 marzo 2024.
[61] GAGGERO, VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. III(1), 2024, spec. 852 ss.

In primo luogo, a sollevare diverse criticità è stata la Banca Centrale Europea (BCE) che, su richiesta del Consiglio dell'Unione europea, ha espresso il proprio parere[62] riguardo alla proposta di regolamento. In particolare, ha suggerito di chiarire il rapporto tra la nuova proposta e le normative europee preesistenti nel settore bancario, come la direttiva 2013/36/UE[63] e le linee guida EBA sull'*outsourcing*[64], per evitare possibili conflitti. Inoltre, la BCE ha richiesto di definire meglio il suo ruolo e le sue responsabilità in due ambiti specifici: la supervisione dei sistemi di I.A. utilizzati nel settore finanziario e la valutazione della conformità dei sistemi di I.A. per la valutazione della solvibilità creditizia. La BCE sostiene che, per il primo caso, le autorità nazionali dovrebbero assumersi la responsabilità di proteggere i consumatori, data la loro esperienza e capacità di ridurre i costi attraverso indagini e controlli. Per quanto riguarda il secondo caso, la BCE ha chiesto più chiarezza sull'autorità competente per la valutazione della conformità e suggerisce che potrebbero essere le autorità responsabili del processo di revisione e valutazione prudenziale a svolgere tale compito, a condizione che il regolamento venga modificato di conseguenza.

Le richieste effettuate, sono state, se così può dirsi, soddisfatte. Invero, nella versione approvata del Regolamento[65], differentemente da quanto era inizialmente presente nella proposta, oggi si prevede che le autorità preposte alla regolamentazione

[62] 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), 11.03.2022.
[63] Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, 27.6.2013.
[64] Eba, 25 febbraio 2019, Orientamenti in materia di esternalizzazione, EBA/GL/2019/02. In materia di *outsourcing* è stato posto in evidenza che "le prime indagini empiriche mostrano una pericolosa tendenza degli intermediari creditizi ad affidarsi in maniera eccessivamente cieca all'outsourcing di *credit scoring*, anche e soprattutto laddove quest'ultimi utilizzino tecnologie avanzate" (così GRECO, *Il credito al consumatore in tempo di infodemia*, in CANEPA, GRECO, *Liber amicorum Laura Ammannati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 1, 2024, 224; altresì sul punto cfr. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (*outsourcing*)*, in FINOCCHIARO, FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, 205 ss.; LEMMA, THORP, *Sharing corporate governance: the role of outsourcing contracts in banking*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, 357 ss.).
[65] Nella specie al punto 80 del Regolamento e l'art. 63, c. 4.

e al controllo sui servizi finanziari[66] sono nominate come autorità responsabili della supervisione dell'implementazione dell'AI Act, incluse le attività di monitoraggio dei mercati, in relazione ai sistemi di I.A. forniti o impiegati da enti finanziari sottoposti a regolamentazione e supervisione, a meno che non venga deciso diversamente dagli Stati Membri per quanto riguarda l'assegnazione di questi compiti di vigilanza. Alle autorità in questione dovrebbero essere attribuiti tutti i poteri conferiti dal Regolamento, inclusa la capacità di svolgere controlli *ex post* sul mercato. Inoltre, le autorità nazionali che supervisionano le banche in base alla Direttiva 2013/36/UE e che fanno parte del Meccanismo di Supervisione Unico (SSM)[67], dovranno comunicare prontamente alla Banca Centrale Europea qualsiasi dato rilevato durante il monitoraggio del mercato che potrebbe essere rilevante per le funzioni di supervisione prudenziale svolte dalla Banca Centrale Europea come delineato in tale normativa.

Rispetto alle originarie previsioni della proposta vi è stato sicuramente un ampliamento del coordinamento tra autorità di vigilanza, BCE e Commissione, e si denota una (necessaria) volontà di sollevare gli organi europei da una sorveglianza diretta e fissarla in capo alle autorità nazionali[68]. In tale maniera, dovrebbe esservi una garanzia condivisa e un migliore equilibrio tra obiettivi di governance e l'ordinamento finanziario[69]. Tale scelta, tuttavia, non è esente da criticità poiché, ad esempio, «talune autorità nazionali di controllo potrebbero esercitare il proprio ruolo in materia di intelligenza artificiale con minore attenzione, intensità e pervasività rispetto alle altre e ciò apporterebbe dei vantaggi competitivi agli intermediari insediati in tali paesi nel momento in cui dovessero operare all'interno di altri paesi membri, con i propri sistemi

[66] Quelle previste nelle Direttive EU nn. 2016/97, 2014/17/EU, 2013/36/EU, 2009/138/EC, 2008/48/EC e nel Regolamento europeo n. 575/2013.
[67] Stabilito dal Regolamento del Consiglio europeo n. 1024/2013.
[68] In tale prospettiva, seppur sotto profili parzialmente differenti, si rinvia a D.R. Siclari, La regolazione bancaria e dei mercati finanziari: dalla 'neutralizzazione' dell'indirizzo politico sul mercato all'unificazione europea, in M. Cafagno, F. Manganaro, L'intervento pubblico nell'economia, cit., 188, secondo il quale «le regole europee dovranno quindi poi integrarsi, a livello internazionale, con quegli standard globali definiti anche con il coordinamento e la cooperazione tra le autorità di vigilanza dei diversi Paesi e i vari fora e organismi sovranazionali».
[69] Segnatamente la garanzia di non discriminazione e la sana e prudente gestione dell'intermediario finanziario e della stabilità del sistema.

di credit scoring evoluti, in regime di libera prestazione dei servizi o con succursale»[70].

Differentemente, però, da quanto avvenuto con le richieste della BCE, sin dalla proposta, all'interno del Regolamento, i sistemi di I.A. per la valutazione del credito o per determinare il punteggio creditizio[71] erano e sono gli unici classificati come ad "alto rischio", poiché possono incidere su servizi privati fondamentali, discriminare individui o collettività legati, per esempio, a etnia, disabilità, età, orientamento sessuale, o di introdurre nuovi tipi di discriminazione. Invero sono diversi gli strumenti che vengono ritenuti altrettanto ad alto rischio quali, ad esempio, il *robo-advice*[72] o la negoziazione algoritmica ad alta frequenza[73], che invece non sono stati inseriti nel Regolamento. Come era stato anticipato, infatti, «l'approvazione del regolamento non avrebbe probabilmente un effetto dirompente sul mondo del Fintech che, come detto, risulta molto più articolato e variegato. Tutte le altre applicazioni di IA in ambito finanziario verrebbero pertanto classificate tra i sistemi a "rischio basso o minimo", ma non per questo sottratte al processo di valutazione e gestione del rischio che è proprio del settore di riferimento»[74].

Tale scelta potrebbe risiedere in diversi motivi. In primo luogo, potrebbe essere sorta la necessità di porre l'attenzione sui sistemi di valutazione del merito creditizio per la portata economica e sociale che ne deriverebbe da un utilizzo diffuso, non solo per i privati ma anche per le imprese[75]. In secondo luogo, la sperimentazione dei

[70] Così AMMANNATI, GRECO, *Il credit scoring 'intelligente': esperienze, rischi e nuove regole*, in AMMANNATI, CANEPA, cit., 41.
[71] «AI systems intended to be used to evaluate the creditworthiness of natural persons or establish their credit score, with the exception of AI systems used for the purpose of detecting financial fraud» (AI ACT, Annex III, comma 5, lett. b).
[72] SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 3, 2018, 253 ss.
[73] AMMANNATI, GRECO, *Il credit scoring 'intelligente'*, cit., 36 ss. «Basti pensare al possibile impatto di tali servizi sulla protezione dei consumatori, tutelati espressamente dall'art. 38 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE. Dunque, allo stato tali sistemi dovrebbero essere considerati a rischio non alto e, al più, sottoposti a codici di condotta in via di autodisciplina» (GRECO, *Credit scoring 5.0*, cit., 95).
[74] SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale*, cit., 210.
[75] FABBRI, *Law Enforcement and Firm Financing*, cit.; BAE, GOYAL, *Creditor Rights*, cit.; QIAN, STRAHAN, *How Law and Institutions Shape Financial Contracts*, cit.; CARMIGNANI, *Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale*, cit.

sistemi di valutazione algoritmici già in corso nel mercato del credito potrebbe aver permesso di identificarlo in maniera univoca quale ad "alto rischio", grazie anche ad una ricerca più diffusa in merito ai rischi per i consumatori che ne possono derivare. Per ultimo, la motivazione potrebbe risiedere in una circostanza più semplice: siccome l'A.I. Act prevede la possibilità di sottoporre i sistemi di I.A. a nuove valutazioni del rischio, ovvero di muoverle sull'asse del rischio (magari da un rischio basso ad uno alto), non è da escludersi che ciò possa avvenire in futuro anche per gli altri sistemi impiegati nel mercato del credito.

4. In conclusione, può osservarsi come l'attenzione rivolta agli strumenti innovativi per il *credit scoring* non è solo regolatoria[76] ma anche giudiziale ed è giustificata dalla portata dello strumento, che coinvolge i consumatori in maniera diretta, soprattutto se vi è un impiego dei *soft data*[77] per le valutazioni[78]. Ad esempio, trasparenza, spiegabilità, non discriminazione, rischio di manipolazione dei dati[79], ecc… sono tutti principi già tutelati dalla normativa esistente e, grazie a ciò, le autorità di vigilanza per il mercato del credito sembrano essere, in parte, già pronte a fronteggiare un impiego massivo degli algoritmi. Allo stesso tempo, il posizionamento "ad alto rischio" che è stato attribuito agli strumenti in esame nell'AI Act permette di osservare come il legislatore europeo non consideri sufficiente la sola normativa già esistente ma sia costantemente alla ricerca di nuovi strumenti utili a governare la nuova tecnologia.

Ciò non giustifica, però, l'adozione di una c.d. "*regulatory brutality*"[80] che gli organi unionali hanno posto in essere attraverso l'AI Act, tesa alla quasi totale

[76] Com'è stato posto in evidenza «nel Fintech, si assiste ad una crasi tra diritto e tecnologia, per cui il sistema di regole può non essere esterno al prodotto. Il diritto fissa principi, ma la regola giuridica la si incorpora nel prodotto tecnologico, che nella sua progettazione deve già prevedere limiti e disciplina applicabile» (così RABITTI, *Intelligenza Artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2° suppl. al n. 3, 2021, 302).
[77] CHOPRA, *Current regulatory challenges in consumer credit scoring using alternative data-driven methodologies*, in *Vanderbilt Journal of Entertainment & Technology Law*, vol. 23, 2021, 625-648.
[78] DAVOLA, cit., 159 ss.
[79] SANTAGATA, *La concessione abusiva del credito al consumo*, Torino, 2020, 51.
[80] PAPAKONSTANTINOU, DE HERT, *The Regulation of Digital Technologies in the EU: The Law-Making Phenomena of 'Act-ification', 'GDPR Mimesis' and 'EU Law Brutality'*, Londra, 2024.

inosservanza da parte del legislatore europeo dei sistemi giuridici degli Stati membri[81] nella regolamentazione delle tecnologie digitali e al posizionamento dei sistemi di *credit scoring* tra quelli ad alto rischio.

Dopotutto, se sotto un primo profilo può sembrare evidente come la legislazione contemporanea non sia in grado di regolare e governare[82] in via totalitaria la complessità dell'IA e, ad esempio, il solo divieto di pratiche discriminatorie nella concessione di prestiti non comporta un'automatica risoluzione del problema, bensì un inizio, comunque vincolato alla complessità stessa degli algoritmi; sotto un altro profilo, le conseguenze di tali scelte potrebbero anche spingere le imprese a rinunciare al progresso e alla ricerca a favore di un "*dumbing down*" o "*de-AI-ing*" dei propri prodotti al solo fine di evitare l'adeguamento alla normativa[83], il tutto a discapito del mercato e del cambiamento[84] tecnologico, che possono invece consentire una crescita positiva del mercato del credito e degli applicativi a favore degli utenti finali.

Lorenzo Rodio Nico

Dottore di ricerca in Economia e Finanza delle Amministrazioni Pubbliche nell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

[81] Sul punto può richiamarsi il parere circostanziato (C(2024) 7814) che la Commissione europea ha trasmesso all'Italia, il 5 novembre 2024, in merito al Disegno di Legge 1146/2024 "Disposizioni e delega al Governo in materia di intelligenza artificiale". Nel parere, che sembra avere un approccio di tipo "demolitorio" nei confronti dell'iniziativa italiana, sono sollevate diverse questioni critiche, che vanno dalla mancanza di coerenza nelle definizioni e nei riferimenti tra l'AI Act e il Disegno di Legge, sino a problematiche più profonde, come le limitazioni proposte per sistemi di IA non considerati ad "alto rischio" e la problematica della possibile introduzione di due sistemi normativi distinti (italiano ed europeo) che potrebbero danneggiare l'approccio europeo sul coordinamento normativo (per i punti principali si rinvia a Legislatura 19ª - 4ª Commissione permanente, *Parere approvato dalla commissione sugli emendamenti relativi al Disegno di Legge n. 1146*, in Resoconto sommario n. 214 del 27/11/2024, reperibile all'indirizzo https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/19/SommComm/0/1435866/index.html ?part=doc_dc-allegato_a:1.

[82] REMOLINA, *The Role of Financial Regulators in the Governance of Algorithmic Credit Scoring*, in *SMU Centre for AI and Data Governance Research Paper*, n. 2, 2022, 1 ss.

[83] FLORIDI, *On the Brussels-Washington Consensus About the Legal Definition of Artificial Intelligence*, in *Philosophy & Technology*, vol. 36 (87), 2023, 4.

[84] MOKYR, *La leva della ricchezza. Creatività tecnologica e progresso economico*, Bologna, 2015, 376 ss.

ALCUNE RIFLESSIONI SUI MERCATI IN EVOLUZIONE NELL'ERA DIGITALE *

(Some thoughts on evolving markets in the digital age)

ABSTRACT: *L'articolo analizza le trasformazioni dei mercati finanziari a seguito della trasformazione digitale. Si evidenzia come siamo dinnanzi a una sorta di rivoluzione con conseguenze giuridico-istituzionali tutte ancora da interpretare. La new economy che si basa sui dati e sugli algoritmi, tuttavia, presenta aspetti sia positivi sia talune criticità rilevando l'importanza di una sua regolazione e programmazione, motivo per cui, soprattutto, l'Unione europea, ma anche gli Stati membri, sono intervenuti a sostegno delle nuove tecnologie attraverso una disciplina di particolare favore. Si rimarca che, se da un lato, le piattaforme digitali e le applicazioni del fintech hanno reso più facile l'accesso ai mercati finanziari da parte dei fruitori di tali servizi, dall'altro la delocalizzazione comporta problemi di trasparenza e interrogativi relativi alla salvaguardia dei diritti dei consumatori, circostanza che mostra come sia fondamentale bilanciare innovazione e stabilità finanziaria.*

The essay analyzes the transformations of financial markets following digital transformation. It is evident that we are witnessing a kind of revolution, with legal and institutional consequences that are yet to be fully understood. However, the new economy, which is based on data and algorithms, presents both advantages and challenges, highlighting the importance of its regulation and planning. This is why, above all, the European Union, but also individual states, have intervened to support new technologies through particularly favorable regulatory measures. It should be noted that, while digital platforms and fintech applications have facilitated access to financial markets for users of these services, delocalization raises transparency

* Contributo approvato dai revisori

concerns and questions regarding the protection of consumer rights. This situation highlights the importance of balancing innovation and financial stability.

SOMMARIO: 1. Le caratteristiche della rivoluzione digitale nei mercati- 2. Le misure di sostegno alla digitalizzazione- 3.In particolare, i mercati finanziari - 4.Considerazioni conclusive.

1. La rivoluzione digitale, tra le tante innovazioni introdotte, ha rimosso talune diversità fra i mercati e concretizzato la trasferibilità di capitali che non è più limitata a livello territoriale.

Le conseguenze giuridico-istituzionali di questo fenomeno sono tutte ancora da interpretare, benché possa essere individuato un dato certo: i modelli tradizionali dei mercati sono in crisi, evidenziandosi una significativa trasformazione nel mondo degli affari[1].

L'*agere* delle imprese, degli intermediari bancari, finanziari e assicurativi in seguito a questo cambio epocale si sta modificando, mettendo in primo piano una logica concorrenziale contraddistinta da prodotti e servizi offerti secondo nuovi modelli (tecnologici), gestiti da soggetti che, occorre evidenziare, hanno la possibilità di evitare più facilmente la vigilanza e i controlli cui sono sottoposti gli operatori dei mercati tradizionali.

Spesso questa tipologia di imprenditori e le società che operano *on line* sono in grado di raccogliere una quantità enorme di dati gestiti non sempre in maniera trasparente e non sempre a tutela del consumatore, come prescrive, fra l'altro, lo stesso Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (art. 169).

I dati, ormai è fuor di dubbio, sono diventati un'enorme opportunità,integrando un nuovo fattore di produzione, che permette di ottenere miglioramenti significativi

[1]CUCARO, *Evoluzione Tecnologica e Mercati Finanziari: dall'Intelligenza Artificiale al mercato virtuale passando dagli Expert Advisor, alla Blockchain e al Metaverso*, Milano, 2023, pp.15 ss.;CLARY, LORIZIO,*La trasformazione digitale nelle diverse economie e settori*, inLORIZIO (a cura di),*Pervasività delle nuove tecnologie*, Milano, 2022, pp. 24 ss.; LEOCANI, MALVAGNA, SCIARRONE ALIBRANDI etAL., *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies-blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di diritto bancario* 2022, pp.73 ss.

nella produzione[2]e, quindi, rappresentano un grosso valore economico che va a sommarsi a quelli tradizionali (capitale e forza lavoro).

I summenzionati dati integrano il cardine della *new economy*, definita anche *data-driven*[3]*,* un nuovo paradigma economico che, tuttavia, pone il problema dell'equilibrio tra l'interesse alle nuove tecnologie e la stabilità finanziaria e, in particolare la questione della protezione dei consumatori. L'indiscutibile valore dei dati e degli algoritmi, nondimeno, se da un lato dimostra quanto essi siano ormai basilari per il funzionamento dei mercati[4], dall'altro comporta criticità e ambiguità,soprattutto per la libera concorrenza[5], evidenziando la necessità che i nuovi modelli di *business* debbano avere una loro precisa regolamentazione[6]. L'avvento del digitale ha ottimizzato l'efficienza dei mercati, compreso quello finanziario in quanto le rinnovate modalità di offerta legate alla possibilità di processare milioni di operazioni al secondo,ha ridotto i costi e aumentato i profitti,anche se a volte, a carico dei consumatori[7]. Nel contempo, ha generato perplessità poiché i supervisori hanno

[2]Il *paper* di Ibm del 12/11/2024 "*The Rise of the Data Economy: Driving Value through Internet of Things Data Monetization*" evidenzia come i dati saranno la misura chiave per capire se un'impresa resterà rilevante nella rivoluzione digitale. Secondo il Rapporto "*Digital economy outlook 2020*" dell'Ocse, Roma, 2020, 6 ss., le aziende, facendo leva sui dati, possono ottenere grandi *performance*, sia in termini di riduzione di costi che di creazione di valore.

[3]Il Consiglio europeo dei capi di Stato e di governo tenutosi a Lisbonail 23/24 Marzo del 2000già evidenziòche l'Europa punta sul settore delle nuove tecnologie «per trasformarsi nel giro di dieci anni nell'economia dell'informazione più competitiva e dinamica del mondo, capace di una crescita economica sostenibile, con posti di lavoro migliori e più numerosi e con una maggiore coesione sociale», sul tema, CASSIA, MAGNO,*Data-driven use of cross-border e-commerce platforms and export performance: The mediating role of foreign market knowledge acquisition*, in *Sinergie*, 2022, pp. 131 ss.; FARBOODI, VELDKAMP, *A model of the data economy*, in *National Bureau of Economic Research*, 2022, pp. 1 ss.

[4]FALCE, *Verso l'Open finance*, in FALCE, MORERA (a cura di), *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, Torino, 2024, ai cui contributi si rimanda.

[5]V. PONZIANI, *Imprese Fintech e Techfin: l'impatto dei big data*, in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Milano, 2019, 34 ss. L'Autorità per la garanzia nelle telecomunicazioni, Delibera n. 458/19/Cons. "Chiusura indagine conoscitiva sui big data", Roma, 28/05/2020, ha individuato alcune criticità connesse ai *Big Data* e alla definizione di un quadro di regole atto a promuovere e tutelare la concorrenza dei mercati nell'economia digitale, la tutela della *privacy* del consumatore, nonché i profili di promozione del pluralismo nell'ecosistema digitale.

[6]D'AGOSTINO, *Le piattaforme digitali come nuove forme di mercato. Alcune considerazioni in merito ai profili economico-giuridici alla luce del processo normativo in Ue*, in AMMANNATI, CANEPA, GRECO, MINNECI(a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali. La regolazione dei mercati in trasformazione*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 81 ss.

[7]AMMANNATI, CANEPA (a cura di), *La finanza all'età degli algoritmi*, Torino, 2023, *passim*.

effettive limitazioni utilizzando i metodi tradizionali nell'esercitare la necessaria vigilanza nei confronti dei nuovi operatori tecnologici[8].

L'economia digitale, soprattutto relativamente ai mercati finanziari, infatti, si fonda sull'uso degli algoritmi, sulla tecnologia *Blockchain* e sullo sviluppo delle c.d. cripto-attività ovvero rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, trasferite, negoziate o archiviate elettronicamente[9] che comportano nuovi rischi. Questi ultimi sono legati alla protezione dei dati personali, alla sicurezza delle transazioni *online* e possono ingenerare problematiche come il monopolio delle grandi piattaforme che limitano la concorrenza e la diversità del mercato, a causa dei quali le Autorità di vigilanza stanno ancora cercando di ridefinire i loro ruoli che, peraltro, dovranno necessariamente prevedere un coordinamento tra loro. Non a caso l'Unione ha emanato la c. d. legge sui servizi digitali e la c. d. legge sui mercati digitali (DSA e DMA)[10] con l'obiettivo di

[8] Sulla vigilanza degli operatori finanziari, tra i più recenti, ROSSANO (a cura di), *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, Padova, 2023 al quale si rimanda per i molteplici e significativi contributi sul tema; RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 1/2022, pp.119 ss.; ROTONDO, *Innovazione tecnologica nel settore finanziario e sistemi di risoluzione alternativa delle controversie*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, n. 1 /2022 pp. 135 ss.;MOTRONI, *I «pagamenti senza moneta»: nuove sfide per la supervisione finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 1/2022, pp. 163 ss.; GENOVESE, *La vigilanza finanziaria sugli emittenti bancari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 4/2022, pp. 497 ss.;ORTINO, *Il principio di proporzionalità dell'Unione europea e la ripartizione dei compiti normativi e di vigilanza in materia bancaria*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 2/2020, pp. 281 ss.

[9] Sul tema, senza pretesa di esaustività, tra i contributi più recenti,RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?*, n. 1/2024, pp. 15 ss.; GIULIANI,*Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 2/2023, pp. 31 ss.; CAPRIGLIONE,*Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *RivistaTrimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 3/2023, pp. 225 ss.; DE MARI, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, dicembre 2023, pp. 1 ss.; RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*,in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia,*suppl. n. 3 al n. 1/2022, pp. 119 ss.;ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività: riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto bancario,* 16 ottobre 2020.

[10]Il *Digital market act* è stato emanato con Regolamento UE 2022/2065, mentre il *Digital service act* è stato emanato con RegolamentoUE 2022/1925.Circa il DMA, almeno, CONTALDI, *Il dma (digital markets act) può contribuire alla protezione dei dati degli utenti online?*, in *Diritti umani e diritto internazionale*, n. 1/2023, pp. 77 ss.;DELLA VALLE, *Digital Markets Act e il ruolo dell'Unione europea verso un costituzionalismo digitale*, in *Giurisprudenza costituzionale*, n. 3/2022, pp. 1867 ss.;

instaurare un ambiente digitale più sicuro in cui vengano salvaguardati i diritti degli utenti e vengano create condizioni di concorrenza e parità tra le imprese.

Gli algoritmi[11]sfruttando un grandissimo numero di informazioni costituito dai c.d. "*Big Data*"[12], ormai rappresentano una sorta di nuovo "potere", economico, per chi li ha e li gestisce, realizzando, come è stato detto, una algocrazia o autoritarismo digitale[13]. Si aprono, quindi, attraverso le nuove tecnologie, nuove forme di mercati e servizi, soprattutto, per quanto riguarda i servizi di investimento,che realizzano sempre più spesso una gestione più rapida ed efficiente delle transazioni economiche, riducendo i costi operativi e migliorando la velocità dei processi aziendali sostituendo, tuttavia, l'attività dell'uomo nei processi decisionali (come succede nel trading

CIRAOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 4/2022, pp. 342 ss.; CARRUGATI, *Merger review in the Digital Markets Act*, in *Concorrenza e mercato*, n. 1/2022, pp. 163; BRUZZONE, CAPOZZI, *Unilateral Conduct in Digital Markets: the Role of Principles in a Crowded Regulatory Space*, in *Concorrenza e mercato*, n. 1/2022, pp. 213 ss.;LAROUCHE,DE STREEL, *The European Digital Markets Act: A Revolution Grounded on Traditions*, in *Journal of European competition law & practice*, n. 12/2021, pp. 550 ss.;MASSA,*Ultimi sviluppi della riforma del digitale in Europa: il Digital Markets Act tra costituzionalismo europeo e concorrenza*, in *Quaderno AISDUE*, serie speciale *Atti del Convegno L'Unione europea dopo la pandemia*, Bologna, 4-5 novembre 2021, pp. 293 ss; POLO, SASSANO, *DMA: Digital Markets Act o Digital Markets Armistice?*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 3/2021, pp. 501 ss. Sul DSA, tra i tanti,DE MINICO, *Nuova tecnica per nuove diseguaglianze. Case law: Disciplina Telecomunicazioni, Digital Services Act e Neurodiritti*, in *Federalismi.it*, n. 6/2024, pp. 1 ss.; CASOLARI, *Il Digital Services Act e la costituzionalizzazione dello spazio digitale europeo*, in *Giurisprudenza italiana*, n. 2/2024, pp. 462 ss.TORCHIA, *Lo Stato digitale. Una introduzione*, Bologna, 2023, pp. 51 ss.;TURILLAZZI, TADDEO et AL., *The digital services act: an analysis of its ethical, legal, and social implications*, in *Law, Innovation and Technology*, n. 1/2023, pp. 83 ss.;DEL GATTO, *Il Digital Services Act: un'introduzione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 6/2023, pp. 724 ss.; GIORDANO, *La responsabilità degli intermediari digitali nell'architettura del Digital Services Act: è necessario che tutto cambi affinché tutto rimanga com'è?*, in *Comparazione e diritto civile*, n. 1/2023, pp. 193 ss.

[11] Per una sintetica riflessione su cosa sono e quanto siano importanti gli algoritmi nella c.d. società digitale, v., ITALIANO, Dixit algorithmi. *Breve Storia del nostro futuro*, in *www. open.luiss.it*, 2019.

[12] Sui *Big Data*, *ex multis*, CASINI, *Lo Stato taumaturgo nell'era dei Big Data*, in *Mulino*, n. 2/2023, 75 ss.; LEMME, *La transizione giuridica*, Torino, 2023, nello specifico, pp. 54 ss.; CARDONE, *Un'indagine conoscitiva sui Big Data*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2020, pp. 964 ss.; LUCHENA, CAVALIERE, *Il riutilizzo dei dati pubblici come risorsa economica: problemi e prospettive*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 1/2020, pp.151 ss.

[13] Sul tema, VALENTINI, *La democrazia nell'età della rivoluzione digitale e dell'Artificial Intelligence, in Intelligenza artificiale. Sviluppi futuri e tutela della persona*. Padova, 2024,pp.149 ss.;SARACENI,*Big data, little certainties. La società digitale tra opportunità di sviluppo e rischi di algocrazia*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, n.2/2022, pp.31 ss.;MARRONE,*Democrazia epistemica, epistocrazia, algocrazia: alcuni problemi*, in *Paradigmi*, n. 2/2022, pp. 307 ss.; SCIACCA,*Algocrazia e sistema democratico. Alla ricerca di una mite soluzione antropocentrica*, in *Contratto e impresa*, n. 4/2022, pp. 173 ss.

algoritmico[14]) con non poche incognite[15],come l'eliminazione dello "spazio fisico" trasformato in virtuale (le piattaforme digitali) senza limitazioni effettive tutte ancora da sperimentare. Essi consentono, invero, alle imprese di raggiungere un pubblico globale, aumentando le loro opportunità di crescita anche perché capaci di monitorare in tempo reale le dinamiche di mercato e il comportamento dei consumatori adattandosi rapidamente alle esigenze del mercato.

La tecnologia *Blockchain*, per esempio, ovvero quella relativa a un registro digitale chegestisce e aggiorna dati e informazioni in maniera aperta, condivisa e distribuita senza la necessità di un'entità centrale di controllo e verifica, permette di contenere tutte le transazioni avvenute tra i partecipanti del *network* attestando tutti gli scambi di valore,in particolare nel campo finanziario, senza che coloro chela utilizzano ricorrano alle certificazioni atte a garantite e validare le transazioni. Il *database*, infatti, è condiviso dai partecipanti stessi ma non è coordinato da un'autorità centrale[16]. Il processo negoziale si basa su piattaforme informatiche, che utilizzano il sistema "*If/Then*", secondo il quale al verificarsi di un predeterminato evento consegue automaticamente l'esecuzione di una specifica azione[17].

2. Dopo la pandemia di Covid-19, il supporto governativo alle nuove tecnologie è

[14]Nel *trading* algoritmico, gli algoritmi eseguono automaticamente l'ordine di acquisto/vendita senza che il *trader* debba stare h24 davanti allo schermo. Sull'argomento, ANNUNZIATA, *I processi di mercato automatizzati e il trading algoritmico*, in *Diritto del Fintech*, 2020, pp. 397 ss.

[15] Sul tema, LENER, *Sviluppo della fintech e trasformazioni dei mercati*, in PASSALACQUA (a cura di) Diritti e mercati nella transizione digitale, Milano, 2021, pp. 360 ss.; RABITTI, *Discriminazione tecnologiche e Fintech*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, n. 3/2023, pp. 467 ss.

[16]RABITTI, *Due diligence sulla sostenibilità e digitalizzazione della catena del valore: l'apporto di blockchain e smart contracts*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2023, 166 ss.; EAD., *Recenti evoluzioni dei contratti sulla blockchain. Dagli smart legal contracts ai 'contracts on chain*, in *Rivista di diritto bancario*, n. 3/2023,pp. 561 ss.;JAVAID, HALEEM etAL, *A review of Blockchain Technology applications for financial services*, in *Bench Council transactions on benchmarks, standards and evaluations* n. 2-3/2022,173 ss.;ZACCARONI, *Le Roi est Mort, Vive le Roi! La blockchain e il diritto dell'Unione europea*, in *Quaderni AISDUE*, serie speciale *Atti del Convegno L'Unione europea dopo la pandemia Bologna, 4-5 novembre 2021*, pp. 317 ss.; PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Ianus - Diritto e finanza*, 2020, pp. 45 ss.

[17]ROBUSTELLA, *Verso le transazioni algoritmiche: gli smart contracts e i modelli negoziali intelligenti*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., pp. 372 ss.

diventato fondamentale per continuare le attività economiche e spesso non sono stati compresi negli aiuti tesi a ristorare i danni ingenerati dalla crisi sanitaria. I mercati digitali, peraltro, sono stati uno dei settori meno colpiti dalla crisi e dal *lockdown*, poiché, con il distanziamento sociale, era più semplice utilizzare piattaforme tecnologiche per gli acquisti e per le varie operazioni finanziarie.

A tutto ciò è corrisposto un aumento degli aiuti di Stato riguardanti, in particolare,la digitalizzazione e la realizzazione di nuove soluzioni legate ad essa per dare vita a importanti progetti di interesse comune (IPCEI)[18] anche perché l'Unione, spesso, si è trovata in una situazione di subordinazione e ritardo nei confronti delle grandi aziende di Stati Uniti e Cina, che,di fatto,dominando gran parte delle infrastrutture digitali e dei servizi legati all'intelligenza artificiale, hanno reso necessario la riduzione del *gap* creatosi.

Le misure di incentivazione al settore, comunque,non sono nuove, già un decreto del 2014[19] aveva previsto *voucher* finalizzati all'adozione di interventi di digitalizzazione dei processi aziendali, di ammodernamento tecnologico anche relativamente all'*e-commerce*.Recentemente i finanziamenti per supportare le *start-up* e le imprese innovative che operano nel settore digitale sono stati realizzati ancora una volta attraverso *voucher* supportati dall'iniziativa strategica di Sistema "La doppia transizione digitale ed ecologica"[20]. Si tratta di incentivi che intendono innovare i processi aziendali con soluzioni di digitalizzazione entro gli ambiti tecnologici di innovazione compresi in un elenco (nel quale sono inclusi interventi per *Blockchain*,

[18] Sugli IPCEI, progetti pubblico-privati in settori strategici che per la dimensione stessa degli interventinecessitano di un'azione finanziaria pubblica nazionale di sostegno,GEITMANN, *IPCEI technology wave initiated*, in *Academic Journal*, n. 4/2022, pp. 18 ss., FONTANA, VANNUCCINI, *How to institutionalise European Industrial policy*, in *Working paper*, n. 7/2024, *www.leap.luis.it*.; LUCHENA,*La decisione della Commissione sugli aiuti a favore di Importanti progetti comuni di interesse europeo (IPCEI) in campo sanitario: il caso Med4Cure*, in *Diritto e salute*, n. 3/2023, pp. 12 ss.

[19]Decreto interministeriale 23 settembre 2014che ha stabilito, ai sensi dell'articolo 6, comma 3, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9, lo schema standard di bando e le modalità di erogazione del contributo tramite *voucher* alle imprese per la digitalizzazione dei processi aziendali e l'ammodernamento tecnologico.

[20] La Strategia autorizzata dal Ministero delle Imprese e del Made in Italy con decreto del 23 febbraio 2023, per promuovere la diffusione della cultura e della pratica digitale.

Big Data e *Analytics* nonché *Cloud*, *High Performance Computing* esistemi *Fintech*). L'iniziativa è stata avviata dalla Direzione generale per gli incentivi alle imprese dell'*ex* Ministero dello Sviluppo economico (ora Ministero delle Imprese e del Made in Italy) con l'assistenza tecnica di Invitalia, che ha fornito la sua consulenza in tutte le fasi di attuazione dell'iniziativa, dalla progettazione dell'impianto procedurale della misura agevolativa, alla definizione della domanda di agevolazione, alla verifica dei requisiti di ammissibilità alle agevolazioni e i controlli amministrativi, in un'ottica di semplificazione dei processi e di riduzione dei tempi delle procedure amministrative, prevedendo una premialità nel caso del possesso di caratteristiche ritenute particolarmente considerevoli per lo sviluppo del mercato.

Taluni investimenti sono stati concessi, in deroga al divieto degli aiuti di Stato, per infrastrutture di *Cloud computing e Data centers* per migliorare la capacità di gestione dei dati e la resilienza delle reti digitali dalla Commissione europea che, nel dicembre 2023, ha approvato finanziamenti per 1,2 miliardi con l'intenzione di sbloccare ulteriori 1,4 miliardi di euro di investimenti privati per il progetto *IPCEINext Generation Cloud Infrastructure and Services*, con sette Stati membri, tra cui l'Italia, per lo sviluppo di tecnologie avanzate di *Cloud* ed *Edge Computing*[21]. Il progetto ha l'obiettivo di accrescere la capacità di elaborazione dei dati e migliorare gli strumenti di condivisione di *software* per ottimizzare la capacità competitiva. Il primo risultato innovativo (la creazione di un'infrastruttura *open-source*) del progetto citato è previsto per la fine del 2027. Si prevede la creazione di almeno 1.000 posti di lavoro diretti e indiretti altamente qualificati durante le prime fasi e di molti altri nella fase di commercializzazione. Peraltro, il Regolamento (UE) 2023/1315 di implementazione e proroga del GBER, tra le tipologie di aiuto ammissibili ed esentate dalla necessità di

[21]Gli IPCEI sono finanziati a titolo dei bilanci nazionali, pertanto costituiscono aiuti di Stato approvati dalla Commissione attraverso la deroga di cui alla lettera b) par. 3 dell'art. 107 TFUE. Nella Comunicazione di cui sopra si specifica che essi devono fornire un contributo importante all'Unione ponendo rimedio a importanti fallimenti del mercato e coinvolgendo, almeno, quattro Stati membri, così andando a beneficio del mercato unico e della collaborazione fra Paesi europei, v.SMULDERS, *Ricerca e Sintesi fra la politica di concorrenza e politica industriale: l'ambizione dell'Unione Europea nel rafforzare la sua autonomia Strategica*, in ROSSI DAL POZZO(a cura di), *Politiche di concorrenza e politica industriale, sinergia o conflitto?*, in Eurojus, 2023, pp. 8 ss.

notifica alla Commissione, prevede progetti che coinvolgono beneficiari di diversi Stati membri nel settore della ricerca e dello sviluppo, innalzando le intensità di aiuto e le soglie di notifica, oltre che incentivi per migliorare l'accesso alla rete secondo quanto stabilito dall'art. 179 TFUE che specifica come lo sviluppo tecnologico con la realizzazione di uno spazio europeo della ricerca sia uno degli obiettivi dell'Unione europea.

Diverse misure a favore della Sicurezza Cibernetica e della sua promozione anche nel campo delle piattaforme digitali sono state concesse nel nostro Paese, aggiungendosi a quelle previste nel PNRR, come per esempio quelle contenute nella Legge di Bilancio del 2023[22] che ha previsto un fondo di 70 milioni di euro per l'attuazione della Strategia Nazionale di Cybersicurezza e ulteriori 10 milioni di euro a beneficio di un Fondo dedicato alla gestione dei progetti di *cybersecurity*. Stanziamento aumentato a 50 milioni di euro nel 2024 e a 70 milioni nel 2025, al fine di potenziare ulteriormente le capacità di difesa informatica in Italia.Si aggiungono, poi, oltre ai Programmi di Finanziamento nazionale ed europeo già esaminati,anche i Fondi Strutturali e di Investimento europei, come il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR)utilizzato pure per finanziare progetti di infrastrutture digitali e promuovere la connettività nelle regioni meno sviluppate, il Fondo Sociale Europeo (FSE) per supportare la formazione e lo sviluppo delle competenze digitali e il Fondo europeo di garanzia promosso dalla BEI. Gli aiuti di Stato ai mercati digitali si sono rivelati di fondamentale rilievo per sostenere l'innovazione e lo sviluppo di infrastrutture moderne e dei nuovi mercati anche finanziari al fine di migliorarne la competitività e l'efficienza e, nello stesso tempo, garantirne la sicurezza cibernetica.

3. La digitalizzazione ha, quindi, modificato i mercati finanziari, trasformandone le modalità di accesso, l'operatività e la regolamentazione evolvendo le modalità attraverso le quali circolano i capitali.

[22] L. 29 dicembre 2022, n. 197 (art. 1 commi 899-902).

L'introduzione delle nuove tecnologie ha permesso di analizzare grandi quantità di dati in tempo reale, facilitando decisioni d'investimento più rapide e precise[23]migliorando la liquidità del mercato, sebbene tali tipi di operazioni possano anche amplificare la volatilità del mercato, come mostrato dagli episodi di "flash crash" avvenuti di recente[24]e fallimenti di mercato[25], evidenziandosi problematiche spesso non prevedibili.

Proficua è la circostanza che le piattaforme digitali e le applicazioni di *fintech*[26] hanno reso più facile e, in un certo qual modo, "democratizzato" l'accesso ai mercati finanziari, permettendo a un numero crescente di investitori *retail* di partecipare al *trading* e agli investimenti, così come l'uso dell'intelligenza artificiale nel settore finanziario ha migliorato la gestione del rischio e la previsione delle tendenze di mercato.

Nello stesso tempo, però, dubbi sorgono sulla delocalizzazione dei mercati che porta con sé una scarsa consapevolezza di coloro che utilizzano i servizi relativi, così come non pochi sono gli interrogativi etici (soprattutto relativi alla salvaguardia delle libertà individuali[27]) e normativi legati alla trasparenza e all'affidabilità degli algoritmi decisionali.

Si rende evidente, quindi, quanto sia importante la funzione regolatoria perché occorre garantire uniformità (soprattutto a livello europeo) stabilità e certezze agli

[23]LANDINI,*Circolazione dei dati, data analytics e tool di intelligenza artificiale nel settore assicurativo*, in FALCE, MORERA(a cura di), *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, cit., pp. 95 ss.
[24]SUN, MALLMANN-TRENN, *Understanding the Impacts of Flash Crashes in a Market under Asymmetric Information*, London, 2023, 6 ss; NADERI, Market *Agents and Flash Crashes*, London), 2022, *passim*.
[25]BURCHI, MEZZACAPO, MUSILE TANZI, TROIANO, *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*,in *Quaderni Fintech*, n. 4, marzo 2019, pp. 31 ss.; PORZIO, SAMPAGNARO, *Rischi delle banche connessi a Fintech*, in MAIMERI, MANCINI(a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca giuridica, Banca d'Italia*, n. 87, 2019, pp. 311 ss.
[26]LUCHENA, *Tecnologie, mercati e regolazione dell'economia: il caso dell'intelligenza artificiale*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, ottobre 2024, pp.1 ss.
[27]LEMMA, *La regolazione del fintech tra 'same supervision' e 'sandbox*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., pp. 389 ss.; ma anche in generale, CORRIAS, *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2021, ai cui contributi si rimanda.

operatori e agli utenti.

Così, appare opportuno rafforzare l'intervento pubblico al fine di governare l'innovazione, ma, anche, di realizzare la tutela sociale,sebbene, come rilevato, i*policy makers* hanno difficoltà a stare al passo contale fenomeno che è in continua evoluzione e crescita[28],tanto che più volte hanno preferito fornire una disciplina attraverso atti di *soft law* capaci di realizzare, in modo più celere e agile rispetto alle fonti tipiche, le azioni da adottare[29].In Italia, per esempio, il fenomeno dal punto di vista legislativo non ha ancora una disciplina compiuta poiché spesso le norme, nel momento stesso in cui vengono emanate sembrano già superate[30].

4. La Commissione europea ha sottolineato che è importante disciplinare e sostenere lo sviluppo da parte dell'Unione di tecnologie digitali in modo da favorire la crescita della produttività e lo sviluppo economico, in piena coerenza con i suoi valori e con i cuoi obiettivi "politici", in quanto ciò agevola la ripresa sostenibile, che è una priorità urgente[31]. È innegabile, infatti, che proprio attraverso lo slancio impresso a questo settore sia possibile compiere quei progressi a livello di transizione digitale e verde, che renderanno l'economia europea più resiliente e più competitiva.

Si evidenzia, poi, come la Commissione, a tal proposito, pur assumendo un atteggiamento più duttile e collaborando (attraverso una politica più flessibile degli aiuti di Stato) con i Paesi membri nel realizzare le transizioni necessarie, stia svolgendo un ruolo cruciale nel garantire il raggiungimento di una digitalizzazione "giusta",

[28] ROSSANO, *La finanza alternativa nella capital markets* union, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 430.
[29]CELATI, Soft law *nei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati* n. 2/2020, pp. 312 ss.; ORTINO, *Il* soft law *nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, n. 1/2020, 93 ss.; MORBIDELLI, *Degli effetti giuridici della* soft law, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 2/2016,pp. 1 ss.; POGGI, Soft law *nell'ordinamento comunitario*, in *www.astridonline.it*, 2005, pp. 3 ss.
[30] Il legislatore nazionale è intervenuto con il c.d. "Decreto semplificazioni", convertito dalla legge n. 12/2019, praticamente già superato. Sul punto, POTENZA, *Fintech e Blockchain: la validazione temporale elettronica alla luce del decreto semplificazioni in attesa delle linee guida AGID (Agenzia per l'Italia digitale)*, in CORAPI, LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, cit., pp. 74 ss.
[31] Comunicazione della Commissione, "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio"C/2021/8712, Introduzione, punti 8 e 9.

conforme ai principi europeie sempre con un'attenzione particolare a non distorcere la concorrenza.

Come è stato già affermato, è fondamentale che gli Stati, insieme alla Commissione (non senza la collaborazione dei privati[32], mondo finanziario compreso) si assumano l'onere (anche se complesso) di favorire, programmare e dirigere il cambiamento,bilanciando innovazione e stabilità finanziaria attraverso nuove normative e linee guida per garantire la sicurezza e l'integrità del sistema economico,affrontando le sfide strutturali del XXI secolo al fine di produrre quel progresso tecnico indispensabile per una crescita equa e sostenibile nel lungo periodo[33]. Senza dimenticare le nuove sfide e i rischi che la digitalizzazione porta con sé, come può accadere, in taluni casi, attraverso la manipolazione del mercato derivante dall'utilizzo delle tecnologie avanzate, la potenziale esclusione dei soggetti tecnologicamente meno attrezzati, i rischi sistemici nonché una non equa partecipazione degli attori economici e, non ultimo, il pericolo che i colossi dei mercati digitali scavalchino le regole e la sovranità degli Stati[34], incidendo in maniera negativa sul diritto e sui diritti umani in particolare, instaurando, com'è stato sostenuto, una sorta di plutocrazia al posto della democrazia[35].

Stefania Cavaliere

Associata di Diritto dell'Economia

nell'Università degli Studi di Bari

[32]LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review* n. 1/2023, p. 251, evidenzia come privati e *stakeholder* ritrovano un nuovo ruolo.
[33]MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, p.32.
[34]VENANZONI, *Crisi della sovranità statale ed emersione delle piattaforme digitali*, in PROIETTI, VENANZONI (a cura di), *La sovranità digitale tra sicurezza nazionale e ordine digitale*, Pisa, 2023, p. 45.
[35]FENUCCI, *Rappresentanza politica e libertà di mandato nell'era della disintermediazione digitale*, Milano, 2021, pp. 193 ss.

LE MONETE COMPLEMENTARI COME FORME ALTERNATIVE DI ECONOMIA CIVILE*

(*Community currencies as alternative forms of civic economy)*

ABSTRACT: *Il saggio riflette sulle monete complementari e di comunità come esperienza globale di partecipazione democratica e, dopo averle classificate in relazione alla maggiore o minore intensità del collegamento con il sistema economico e bancario tradizionale, ne valuta la congruenza con il principio di sovranità monetaria e le riserve di attività bancaria e finanziaria. L'idea di fondo è che nell'ordinamento italiano vi siano margini per una crescita del fenomeno valorizzando la sinergia tra il principio di sussidiarietà verticale ed orizzontale da un lato ed il principio di proporzionalità come declinato dalla Corte di giustizia con riferimento alla politica monetaria.*

The paper analyses the complementary and community currencies (CCs) as a form of democratic participation. After classifying them having regard to the connection with the mainstream economic and banking system, the paper assesses whether the CCs are consistent with the legal framework for monetary sovereignty and banking business. It argues that in the Italian legal system the fruitful synergies among the principles of vertical and horizontal subsidiarity, on the one side, and the principle of proportionality, as set in the European Court of Justice proceedings, may encourage the CC accommodation.

SOMMARIO: 1. Oltre l'economia circolare. – 2. Gli schemi di moneta complementare come esempi di cittadinanza attiva. – 3. Uno sguardo interno sulle sfide del pluralismo.

1. L'economia circolare rappresenta un modello di produzione e consumo volto

* Contirbuto approvato dai revisori.

a ridurre il dispendio di risorse naturali e promuovere il massimo utilizzo dei materiali prima che divengano rifiuti, nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità individuati nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. A chiare lettere è stato scritto che è «un paradigma che pone al centro la 'circolarità' del modello di business in termini olistici e di sistema, in un'ottica di integrazione complessiva del processo di progettazione, approvvigionamento, distribuzione, consumo e recupero, come strumento per generare valore piuttosto che ridurre i costi del ciclo diretto di produzione e il relativo utilizzo dei materiali»[1].

La *circolarità* è una forma di economia civile a tenore della quale «i sistemi economici e le imprese vanno visti anche come luoghi di reciprocità, gestione dei *beni comuni*, mutua assistenza e condivisione dei valori» nel presupposto che il «benessere della società è il risultato di 'virtù civili', i sistemi economici e il mercato sono basati sulla collaborazione»[2]. Se molti possono essere i contenuti associati all'economia circolare - dal ciclo dei rifiuti all'approvvigionamento di energia, dalla rete di mobilità a quella digitale – le diverse manifestazioni presuppongono una cittadinanza attiva delle comunità locali in un contesto di pluralismo dei modelli economici e giuridici[3].

Nell'economia civile, «il vantaggio che ciascuno trae per il fatto di far parte di una comunità non può essere scisso dal vantaggio che altri pure ne traggono. Come a dire che l'interesse di ognuno si realizza assieme a quello degli altri (come succede per

[1] A. Creazza – E. Pizzurno – A. Urbinati (a cura di), Economia circolare e management, Milano: 2020, 17-25. Come è stato evidenziato, guai a mitizzare l'economia circolare che non può risolvere tutte le contraddizioni del rapporto uomo-ambiente, perché anche la moltiplicazione esponenziale dei cicli produttivi da chiudere determina quantità crescenti di energia. N. Patrignani, Economia circolare e comunità resilienti: una visione sistemica, disponibile su: https://rossetorri.it/economia-circolare-e-comunita-resilienti-una-visione-sistemica/

[2] N. Patrignani, Economia circolare e comunità resilienti: una visione sistemica, disponibile su: disponibile su: https://rossetorri.it/economia-circolare-e-comunita-resilienti-una-visione-sistemica/. Si percepisce l'eco degli studi di Antonio Genovese, ma anche della visione di Olivetti prima e della lezione di Stefano Zamagni poi.

[3] N. Patrignani, Economia circolare e comunità resilienti: una visione sistemica, cit. Come è stato evidenziato da Patrignani, guai a mitizzare l'economia circolare che non può risolvere tutte le contraddizioni del rapporto uomo-ambiente, perché anche la moltiplicazione esponenziale dei cicli produttivi da chiudere determina quantità crescenti di energia.

il bene pubblico)»[4]. Questo approccio recupera l'idea del *bene comune* sul *bene totale*[5] e il principio di reciprocità rispetto al principio di equivalenza dei valori negli scambi e al principio redistributivo, che con la svolta capitalistica hanno preso il definitivo sopravvento sul primo stabilendo la relazione dicotomica tra Stato e mercato. Come è stato scritto, in questo modo si è creata una sterile contrapposizione tra dare per il dovere (Stato) e dare per l'avere (mercato) che, creando iniquità, consuma il vincolo sociale; allora, la suggestione è recuperare il principio di reciprocità e con esso la dimensione della relazionalità. Due le linee portanti di questa terza via: un sano pluralismo dei modelli e una reale concorrenza tra le diverse forme organizzative della produzione e dello scambio che non releghino i corpi intermedi che concorrono alla realizzazione del bene comune in una posizione prettamente ancillare[6].

Il discorso rilancia così in un contesto laico il discorso svolto in una serie di encicliche papali che si sono susseguite dal 1931 al 1991, da Pio XII a Giovanni Paolo II, nelle quali – con toni e modi diversi a seconda della sensibilità papale e del contesto storico - la Chiesa ha ribadito che l'azione dei pubblici poteri deve essere suppletiva rispetto a quella dei privati secondo una logica di libertà e di responsabilità delle comunità minori[7]. Questa visione dell'economia e dello Stato sembra trovare corrispondenza nel principio di sussidiarietà orizzontale introdotto nel 2001 all'art. 118, co. 4, della Costituzione, ove si stabilisce che «Stato, regioni, città metropolitane, province e comuni favoriscono l'autonoma iniziativa dei cittadini, singoli e associati, per lo svolgimento di attività di interesse generale, sulla base del principio di

[4] S. Zamagni, L'economia del bene comune, Roma 2007, 10 s.
[5] Dunque, il bene comune non è la somma dei beni privati né è il bene pubblico. Quando, invece, si ragiona di beni comuni sul piano giuridico, la mente va immediatamente agli studi di Stefano Rodotà (ad esempio, S. Rodotà, I beni comuni, L'inaspettata rinascita degli usi collettivi, Napoli 2018) e di Ugo Mattei (U. Mattei, Beni comuni. Un manifesto, Roma-Bari, 2011), anche se il concetto rimane inafferrabile. In questi termini, v., L. D'Andrea, I beni comuni nella prospettiva costituzionale: note introduttive, in Rivista AIC (Associazione Italiana dei Costituzionalisti), 2015, n. 3, disponibile al seguente link: https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/luigi-d-andrea/i-beni-comuni-nella-prospettiva-costituzionale-note-introduttive.
[6] S. Zamagni, L'economia del bene comune, 15 ss.
[7] Tommaso E. Frosini, Voce Sussidiarietà (principio di) (diritto costituzionale), in Enc. dir. Annali II, t. 2, Milano 2008, 1133 ss.

sussidiarietà»[8]. Così, nella relazione tra lo Stato e cittadini «non esistono più funzioni che siano naturalmente di appartenenza pubblica; vi è un onere di conferma, di legittimazione da parte dello Stato dei compiti e delle funzioni che lo Stato stesso ritiene di dover assumere e svolgere; vi è un onere di dimostrazione dell'impossibilità di rispettare la sfera dell'autonomia dei privati e della loro capacità di assolvimento di attività di interesse pubblico»[9].

Il quadro tratteggiato finora fa da cornice al problema che questo breve scritto intende affrontare per sommi capi: se il principio di sussidiarietà orizzontale possa offrire un sicuro radicamento costituzionale alle esperienze di moneta complementare.

Il dubbio si pone perché – come sarà più chiaro in seguito – gli schemi di moneta complementare sono iniziative istituzionalmente volte a perseguire un interesse di inclusione sociale, economica, o politica, promossi da gruppi di cittadini, eventualmente sostenute dagli enti autarchici territoriali, che utilizzano una valuta privata e mezzi di pagamento alternativi alla moneta scritturale, alle banconote e al contante[10].

Sembra che il principio di sussidiarietà orizzontale, che rappresenta una forma di esercizio della sovranità popolare, possa fare da ombrello a questo tipo di iniziative

[8] Ibidem, 1139.
[9] *Op. cit.*
[10] Sulla classificazione delle monete complementari si rinvia a: L. Laure, A conceptual framework for classifying currencies, in International Community Currency Research, 2020, vol. 24, 45-60; M. Fare – P. Ould Ahmed, Complementary currency systems and their ability to support economic and social changes, in Development and Change 2017, vol. 48(5), 847 – 872; J. Blanc, Classifying "CCs": community, complementary and local currencies types and generations, in International Journal of Community Currency Research 2011, vol. 15, 4-10; G. Seyfand, Money that makes a change: community currencies, north and south, in Gender and Development, 2001, vol. 9, 60-69. Più di recente la riflessione sulle monete di comunità si è concentrata sui progetti di digitalizzazione, precisamente se la creazione di cripto-monete complementari. Al riguardo si fronteggiano tendenzialmente due linee di pensiero, l'una che considera il ricorso alla blockchain come un modo per abbattere di costi di emissione e di ampliarne il raggio di circolazione; d'altro canto, vi è anche chi ne evidenzia la difficile conciliabilità di una decentralizzazione avanzata e di governance che fa leva più sulla partecipazione e l'autonomia che sulla rappresentanza e sulla fiducia nell'istituzione che la incarna. Cfr.: E. Siqueira – E. Diniz, Taxonomy of digital community currency platforms, disponibile su researchgate.net; R. Orzi – R. Porcherot – S. Valdecantos, Cryptocurrencies for social change. The experience of monedapar in Argentina, in International Journal of Community Currency Research, 2021, vol. 25(1), 16-33.

nell'ordimento italiano, ma non senza qualche frizione con il principio di sovranità monetaria che tradizionalmente rappresenta un attributo dello Stato. D'altronde in tema di moneta, banca e finanza, l'art. 117, lett. e), della Costituzione attribuisce la competenza legislativa in via esclusiva allo Stato, nei limiti in cui, con l'adesione all'Eurozona, l'Italia ha trasferito in via esclusiva all'Unione l'esercizio della politica monetaria. In questo quadro, pensare ad un'autonomia organizzativa ed ad una capacità di normazione dei privati desta qualche perplessità, se non nei limiti in cui ne è investito il sistema bancario[11].

2. Le monete complementari o di comunità sono strumenti alternativi di scambio di beni o servizi con i quali enti pubblici o associazioni di cittadini perseguono finalità di inclusione sociale, finanziaria, di coesione territoriale o, anche, di solidarietà intergenerazionale. Le forme organizzative sono varie ma tutte condividono l'idea di svolgere una funzione ancillare alla moneta legale, a volte in collaborazione, altre volte in parallelo al sistema bancario e finanziario tradizionale. Dunque, nessuna moneta complementare si propone di sovvertire l'ordine pubblico economico costituito sostituendosi alle banconote e al contante, ma in alcuni casi esibisce una discreta forza espansiva, una capacità di crescita che potrebbe entrare in conflitto con il quadro giuridico di riferimento.

Sul un piano prettamente descrittivo, possono essere individuati tre gruppi di monete complementari in relazione al tipo di collegamento che presentano con il sistema monetario e bancario tradizionale.

Una prima categoria non presenta alcun elemento di collegamento. Si pensi alle c.d. banche del tempo (*time banks*), presenti anche in Italia[12]. Questo tipo di progetto è stato promosso inizialmente da Michael Linton verso la metà degli anni ottanta nella città di Vancouver, nella British Columbia, per far fronte ad un'intensa crisi di liquidità e ad un'impennata del tasso di disoccupazione. Organizzata sotto forma di

[11] Art. 3, lett. c), TFUE.
[12] https://www.associazionenazionalebdt.it/elenco-bdt-in-italia/

associazione, le *Time bank* raccolgono in un registro le disponibilità dei partecipanti, in altri termini le attività che i partecipanti possono offrire e quelle che cercano, dal giardinaggio alle lezioni di informatica, alla visita medica specialistica. L'unità di conto è oraria, nel senso che un'ora di un servizio fa guadagnare un *time credit*. Il credito matura quale che sia la natura o la qualità della prestazione svolta e potrà essere speso per fruire di servizi offerti dagli altri associati. Spetta ad un broker del sistema incrociare domanda ed offerta, nonché coadiuvare i partecipanti meno esperti a scoprire le proprie potenzialità. Appare evidente che le *time bank* perseguono finalità di inclusione sociale ed economica: si rivolgono alle persone ai margini della società rivisitando la logica tipica delle agenzie di volontariato attraverso la lente della reciprocità[13]. È altrettanto chiaro che esse non presentano alcun elemento di raccordo con il sistema dei pagamenti e bancario tradizionale, per giunta la logica che le anima si muove in senso opposto al sistema capitalistico dal momento che tutti i servizi hanno identico peso[14].

Parzialmente diverso si presenta lo scenario nel caso dei *Local Exchange Trading Scheme* (LETS)[15] che rappresentano forme di *mutual credit system* (MCS)[16]. Con i LETS è creata una moneta scritturale promuovendo forme di offerta endogena di moneta.

[13] Vi sono poi casi in cui le time bank perseguono pressoché esclusivamente una finalità di community building: si possono considerare l'esperienza giapponese del Fureai Kippu che promuove la solidarietà intergenerazionale. M. Fare – O. Ahmed, Complementary currency systems and their ability to support economic and social changes, in Development and Change 2017, 48(5), 847 ss.

[14] G. Seyfand, Tackling social exclusion with community currencies: learning from LETS to Time Banks, in International Journal of Community Currency Research 2002(6), 3, ne chiarisce sinteticamente lo spirito: «Time banks are a new type of community currency which turn unpaid time into a valuable commodity». Questa tipologia di moneta complementare non presenta un collegamento con il sistema dei pagamenti e con l'ordinamento bancario, sebbene quando entra in contatto con il quadro giuridico ne soffre. Infatti, non consente ai partecipanti di scambiare servizi a fronte di bene o, in altri termini, utilizzare i propri crediti per acquistare eventuali beni offerti da altri partecipanti; inoltre, considera la partecipazione di persone con disabilità alle *Time bank* come sintomo della mancanza di disabilità stabilendo una incompatibilità con la fruizione del sostegno assistenziale. In argomento anche Edgar S. Cahn, On LETS and time banks, in International Journal of Community Currency Research, 2001, 5(1), 2 ss.

[15] Colin C. Williams et al., The role of the thirs sector in paving a "third way": some lessons from local exchange and trading schemes (LETS) in the United Kingdom, in International Community Currency Research, 2001 (5), 1 – 11.

[16] J. Schraven, Mutual credit systems and the Commons problem: why community currency systems such as LETS need not collapse under the opportunistic behaviour, in International Journal of Community Currency Research, 2001, vol. 5, 4 ss.

Per ciascun partecipante è aperto un conto presso un registro centralizzato che contabilizza in crediti le operazioni di dare ed avere. La moneta è creata quando si acquista qualcosa ed è distrutta quando si vende qualcosa, bene o servizio. È opportuno evidenziare che la creazione della moneta è endogena: non si richiede ai partecipanti una disponibilità monetaria iniziale, di ingresso, nel sistema di moneta complementare, bensì essi emettono passività, espresse nei crediti LETS, concludendo un'operazione di acquisto con un altro membro della rete, valutando liberamente la propria capacità di indebitamente, così come la propria prospettiva di crescita. I sistemi LETS non contemplano l'applicazione di un interesse, negativo o positivo, sul saldo. Quindi, l'affidabilità della moneta dipende dalla credibilità dell'acquirente, per questo motivo molti sistemi LETS optano per la piena trasparenza sui saldi di ciascun partecipante affinché la controparte, attuale o potenziale, possa svolgere le proprie valutazioni di opportunità.

Un'applicazione del meccanismo LETS è data dal Sardex che ne riproduce i tratti caratterizzanti già illustrati. Infatti, si articola in un sistema di compensazione multilaterale delle partite di natura convenzionale che è aperto soltanto a piccole e medie imprese che operano in Sardegna. Se, come di consueto, è stabilito un rapporto unitario tra un Sardex ed un euro, la disponibilità in Sardex non è convertibile in euro, almeno in condizioni fisiologiche. Infatti, se le obbligazioni reciproche non sono estinte entro dodici mesi dalla data di creazione, il debito dovrà essere adempiuto in moneta legale o, comunque, al di fuori del sistema Sardex. Nel prendere le misure rispetto ad un eccessivo rischio da sovra-indebitamento dei singoli partecipanti, Sardex ha stabilito che ciascun partecipante possa fruire di una linea di credito stimata in relazione al volume d'affari secondo un rapporto statutariamente determinato: ttti i partecipanti, aderendo, si impegnano a concedere credito, *rectius*, una dilazione di pagamento agli altri membri del sistema secondo un rapporto 1 a 10 del rispettivo volume di affari[17].

[17] G. Littera – L. Sartori – P. Dini – P. Antoniadis, From an idea to a scalable working model: merging economic benefits with social values in Sardex, International Journal of Community Currency Research, 2017, (21), 6-21; L. Sartori – P. Dini, From complementary currencies to institution: a micro-macro study of the Sardex mutual credit system, in Stato e mercato, 2016(2), 273 – 301.

Nella disamina delle monete complementari di carattere regionale spicca Chiemgauer, nata come progetto scolastico e poi divenuta un sistema articolato. Consta di una moneta a vocazione generalista, Chiemgauer appunto, ed una specialistica Klimabonus: la prima persegue una finalità di sviluppo dell'economia locale del territorio bavarese sotto l'ombrello della Regios eG che opera come cooperativa sociale[18], l'altra al contrario una finalità di sostenibilità ambientale[19].

Chiemgauer presenta molti collegamenti con il sistema dei pagamenti e bancario tradizionali, veicolati da Regios eG, istituto di microfinanza certificato organizzato nella forma della cooperativa sociale. Sul piano formale, 1 credito Chiemgauer corrisponde ad 1 euro, ma la convertibilità da Chiemgauer in euro è consentita solo agli esercenti; l'ente non-profit Chiemgauer non entra mai in possesso dei fondi dei clienti scambiati nel corrispondente valore di moneta complementare. Sul piano funzionale, l'ordine di pagamento in Chiemgauer è impartito con l'uso di token cartacei, distribuiti da appositi sportelli, oppure tramite una carta di debito o di credito Chiemgauer, ma se gli esercenti aderenti al circuito volessero riconvertire i Chiemgauer in moneta legale – operazione consentita applicando un interesse negativo – sarà la banca cooperativa con la quale la Regios eG ha stabilito il proprio rapporto di conto corrente ad occuparsene[20].

Si potrebbe continuare offrendo molti altri esempi di moneta complementare in Europa e in Paesi terzi[21]. Però, quale che siano le finalità statutarie scelte, gli schemi

[18] C. Gelleri – J. Stodder, Chiemgauer complementary currency – concept, effects, and econometric analysis, in International Journal of Community Currency Research, 2021, vol. 25 (1), 75-95; K. Hayashi, Rethinking the significance of regional currencies: the case of Chiemgauer, in International Journal of Community Currency Research, 2021, vol. 25, 96-106; C. Gelleri, Chiemgauer regiomoney: theory and practice of a local currency, in International Journal of Community Currency Research, 2009, vol. 13, 61-75.

[19] C. Gelleri, Creating monetary collaborative spaces for social and ecological transformation, in Sustainability 2022 (14), 1-20.

[20] C. Gelleri – J. Stodder, Chiemgauer complementary currency – concept, effects, and econometric analysis, cit.

[21] Per una classificazione delle monete complementari in funzione del ruolo svolto dalle dalla pubblica amministrazione, si rinvia a: J. Blanc – M. Fare, Understanding the role of governments and administration in the implementation of communiy and complementary currencies, in Annals of public and cooperative economics, 2013 (84), 63-81.

di moneta complementare condividono alcuni tratti caratterizzanti. Se ne farà di seguito una breve rassegna.

Il lancio di una moneta complementare è occasionato da fasi di stress economico, finanziario, occupazionale, ma anche da disastri naturali, situazioni di conflitto bellico o epidemiche. Tendenzialmente tutte le monete complementari esibiscono una certa difficoltà a sopravvivere alla fine della fase emergenziale per la grande mole di lavoro svolta su basa volontaria dagli attivisti che, una volta sopraggiunta una fase fisiologica, stenta a ricevere continuità.

Altro tratto distintivo è rappresentato dalla configurazione della moneta più come mezzo di scambio che riserva di valore. Ad esempio, Chiemgauer subisce una riduzione del valore nominale se non è spesa entro un certo periodo di tempo dalla creazione (attraverso lo scambio o i micro-prestiti), nel presupposto che la velocità di circolazione della moneta sia una determinante della crescita locale. In alcuni casi, però, la moneta non è soltanto un mezzo di scambio ma è lo scambio in sé perché è creata nell'atto di scambio e non esiste al di fuori di esso, come accade nelle Time banks e nei sistemi LETS[22].

Infine, che sia una moneta complementare di dimensione regionale, un credito maturato in una banca del tempo, oppure una forma di LETS, la letteratura specialistica e gli stessi attivisti considerano questi esperimenti come strumenti di democratizzazione della moneta[23]. L'espressione appare ingannevole perché suggerisce l'idea che il processo di creazione della moneta possa essere decentralizzato alla stessa stregua di quanto teorizzato da Hayek ed in un certo qual senso

[22] Secondo lo studio di Andreas Rahamatian, la moneta-*res* crea per ogni operazione di vendita un'aspettativa di valore anziché un valore attuale, nella forma dell'attesa di poter concretizzare quel valore in un successivo scambio e nell'azionabilità del credito/debito. Con queste premesse il valore della moneta-*res* si esprime solo come valore di scambio, per la quale la funzione di riserva di valore è molto dubbia visto che non corrisponde ad una pretesa legalmente azionabile dall'interessato. V., A. Rahamatian, *Credit and creed. A critical legal theory of money*, Routledge Research in Finance and Banking Law, Londra, 2019, 83 ss.

[23] V., C. Gelleri, Reshaping the future of Europe with complementary currencies, in European Papers, 2021, vol. 6 (2), 1015-1025; Ibidem, The Chiemgauer community currency as a collectively designed money, RAMICS-conference 2019 at Hida-Takayama, Japan, file:///C:/Users/Gimigliano/Downloads/EasyChair-Preprint-1384.pdf

concretizzato con il lancio del bitcoin. In realtà, esaminando più da vicino le esperienze di moneta complementare, si coglie con chiarezza che la democratizzazione interessa la distribuzione delle risorse finanziarie per creare un certo tipo di cambiamento (ad esempio, perseguire obiettivi di sostenibilità ambientale) o riguarda l'accesso al credito di persone o imprese che finiscono per restare ai margini del sistema creditizio e finanziario tradizionale, secondo la duplice forma della dilazione volontaria dei termini (per l'adempimento dell'obbligazione) e dell'emissione di passività monetarie (IOYs) a valle di una auto-valutazione della propria capacità produttiva e del proprio volume di affari futuro.

Infine, le monete complementari sono ricondotte nell'alveo dei *commons*[24]. La doppia caratteristica della non-escludibilità e della rivalità tipica dei beni comuni, sembra contraddistinguere anche le monete complementari[25]. L'ipotesi si fa più chiara quando si pensi ai LETS. In questo caso, la moneta è una passività spendibile presso gli altri partecipanti al sistema, creata liberamente dall'interessato che stima la propria capacità produttiva ovvero creata dall'interessato nei limiti stabiliti dall'ente

[24] Infatti, Chiemgauer subisce una svalutazione se non è spesa in un certo arco temporale perché – si sostiene - «Chiemgauer is not private property but a common good which is temporarily in the possession of the money holders. The "community currency" has to serve both the purpose of the individual possessor and the goals of community. Therefore, one important principle is that you can possess the Chiemgauer as much as you want but you also have to spend the Chiemgauer within a certain time». In questi termini: J. Blanc – M. Fare, Community-base alternative currencies as drivers of new monetary arrangements, in G. Vallet – S. Kappes – L.P. Rochon, Central banking, monetary policy and the future of money, Edward Elgar Publishing: Cheletenham, UUk, 245-271; C. Gelleri – J. Stodder, Chiemgauer complementary currency – concept, effects, and econometric analysis, cit. Sull'inquadramento delle monete complementari come commons, v., anche, Ana C. Siqueira et al., A common strategy for promoting entrepreurship and social capital: implications for community currencies, cryptocurrencies, and value exchange, in Journal of Business Ethics, 2020 (166), 711-726; C. Meyer, Social finance and the commons paradigm, in Management decision, 2020 (58), 786-796; C. Meyer – M. Hudon, Money and the Commons: an investigation of complementary currencies ad their ethical implications, in Journal of business ethics 2019 (160), 777 -292; E. Barinaga, Transforming or reproducing an equal economy? Solidarity and inequality in a community currency, in International Journal of Community Currency Research, 2019, vol. 23(2), 2-16.

[25] Nel contesto di questa nota, il termine commons è adottato nella sua accezione economica. Per un confronto sulla valenza giuridica, sociologica ed economica, si rinvia a: G. Fidone, Beni comuni in senso giuridico e common in senso economico: un confronto tra due categorie non coincidenti, in apertacontrata.it; L. D'Andrea, I beni comuni nella prospettiva costituzionale: note introduttive, in Rivista Associazione Italiana dei Costituzionalisti, 2015, disponibile al seguente link: https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/luigi-d-andrea/i-beni-comuni-nella-prospettiva-costituzionale-note-introduttive

organizzatore del sistema in relazione al volume d'affari. La passività monetaria emessa sarà credibile non soltanto in ragione del saldo, positivo o negativo, del debitore – sul quale la controparte, attuale o potenziale, è di regola informata – ma anche perché circola in un sistema (di moneta complementare) che presenta, complessivamente inteso, un indebitamento equilibrato[26]. In altri termini, finché il venditore-creditore non mette in dubbio che la somma dell'indebitamento individuale possa creare un effetto domino all'interno del sistema, impendendo il perfezionamento della compensazione multilaterale degli scambi, non chiederà un premio per accettare quella moneta LETS nell'adempimento dell'obbligazione. In uno scenario di questo tipo, lo schema di moneta complementare sembra rispondere al paradigma del bene comune perché ai singoli partecipanti non si può impedire di godere del buon nome, della credibilità, del sistema nella sua interezza, ma allo stesso tempo ciascun partecipante emettendo nuove passività monetarie "consuma" la credibilità del sistema, così come – nell'esempio classico – il pastore riduce la produttività del fondo allorquando, considerando solo il personale tornaconto nel breve periodo, aumenta il numero di pecore portate al pascolo[27].

In letteratura si sostiene che le monete complementari presentano tutte e tre o almeno due degli elementi del paradigma dei beni comuni[28]: *organizing in common*, *organizing of the common*, *organizing for the common*.

Rispondono al primo requisito perché sono contraddistinte dalla co-produzione delle regole e la co-assunzione delle responsabilità collegate all'allocazione delle risorse condivise. Si pensi a Chiemgauer nel quale tutti i membri sono abilitati a partecipare alle decisioni associazione su un piano di assoluta parità rispetto agli altri, secondo una logica democratica (voto capitario), condividendo le scelte sulle

[26] L'indebitamento del sistema di moneta complementare è dato dalla somma dell'indebitamento dei singoli partecipanti.
[27] Il problema della governance dei sistemi di moneta complementare è declinato come il paradosso dei commons anche da: G. Seyfand, Tackling social exclusion with community currencies: learning from LETS to Time Banks, cit.
[28] C. Meyer – M. Hudon, Alternative organizations in finance: commoning in complementary currencies, CEB Working Paper, 2017, No. 17/015, che opera la differenza tra la posizione della Ostrom (1990) e quella di Fournier (2013).

condizioni di accesso e di esclusione dei partecipanti, sulle eventuali sanzioni nell'utilizzo dei beni comune sulle prospettive di sviluppo e crescita del sistema eleggendo di amministratori.

Il secondo requisito prende forma nell'attitudine delle monete complementari a creare nuove comunità, che sperimentano percorsi economici alternativi, improntati alla sostenibilità, alla reciprocità e alla solidarietà e che, per questa via, creano legami sociali. Queste nuove comunità spesso – ma non necessariamente - coincidono con enti autarchici territoriali, come il comune, la provincia o la regione. Si travalica questa dimensione, ad esempio, quando la finalità è di natura ambientale, quale la riduzione dei livelli di anidrite carbonica nell'aria. Il Klimatebonus, ad esempio, è una moneta complementare che ha attuato al medesimo meccanismo sia nella città di Marburg sia nel distretto di Chiemgau, ma con diverse soglie di mitigazione delle emissioni di carbone[29].

Il terzo requisito – che solo per alcuni autori rappresenta un tratto essenziale dei *commons* – risiede nell'uso collettivo delle risorse condivise. Si dice che questo tratto manca perché di regola i sistemi di moneta complementare creano esternalità positive ma, rendendo possibile ai singoli partecipanti l'acquisto di beni o servizi e, quindi, l'appropriazione privata del bene comune, escludono l'utilizzo in comune del medesimo, nella forma del consumo condiviso del servizio o del bene prodotto[30].

3. Riflettere sulla congruenza tra i sistemi di moneta complementare e l'ordinamento monetario e bancario richiama il principio di sovranità monetaria[31] a tenore del quale spetta allo Stato-persona il potere di autorizzare l'emissione di banconote, scegliere il valore e il taglio che rappresenta l'unità di conto, disciplinare il

[29] Questa moneta complementare crea un circolo virtuoso di scambio e di discussione delle informazioni sui comportamenti climate-friendly. Più nel dettaglio, si rinvia a: C. Gelleri, Creating monetary collaborative spaces for social and ecological transformation, 13 ss.

[30] C. Meyer – M. Hudon, Alternative organizations in finance: commoning in complementary currencies,

[31] F. Capriglione, voce *Moneta* in Enc. dir., aggiornamento, 1999, 761 ss.; B. Inizitari, voce Moneta, in Digesto, sez. civ., vol ?

rapporto con le valute straniere, disciplinarne l'efficacia liberatoria nelle obbligazioni pecuniarie e così di seguito.

Nell'esercizio dei poteri di sovranità monetaria, tradizionalmente consta una condivisione di poteri tra il *sovrano* e il sistema delle banche commerciali, che sono abilitate ad emettere, nell'esercizio dell'intermediazione creditizia, passività monetarie a spendibilità tendenzialmente generalizzata, secondo le coordinate stabilite dai singoli Stati che ne conservano, attraverso le banche centrali, il ruolo di arbitro delle dinamiche di mercato in qualità di prestatore di ultima istanza. Rispetto a questo assetto, consta nel contesto una delega verso l'alto, all'Unione, almeno per quelli tra gli Stati membri che hanno aderito all'Eurozona; la politica monetaria dell'area euro rappresenta una competenza esclusiva dell'Unione, come le altre elencate all'art. 3 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). V'è poi un secondo gruppo di competenze regolatorie che sono condivise tra gli Stati membri e l'Unione e sono esercitate dall'Unione quando, conformemente all'art. 5(3) TEU, gli obiettivi stabiliti non possono essere adeguatamente raggiunti al livello statale, regionale o locale, secondo il principio di sussidiarietà verticale[32]. In questo ambito, ricadono altri contenuti della sovranità monetaria, dalla disciplina delle banche commerciali alla libera circolazione dei pagamenti, tutti sono riconducibili alla competenza condivisa e, solo a valle di una valutazione ad hoc, sono diventati oggetto di armonizzazione europea. Infine, ve ne sono alcuni residuali, che restano nella competenza regolatoria degli Stati membri come il regime giuridico dell'adempimento delle obbligazioni pecuniarie nei rapporti interprivati, rispetto ai quali l'Unione svolge solo un ruolo ancillare salvo un diverso accordo.

Molti sono gli argomenti, di competenza esclusiva o concorrente, nei quali consta l'esercizio della sovranità monetaria, ma il perimetro di ogni argomento o il

[32] «La sussidiarietà verticale consente in tal modo l'allocazione delle funzioni pubbliche non sulla base di un'astratta geometria istituzionale, quanto piuttosto di un obiettivo concreto di crescita della persona e di difesa della sua dignità». V., G. Arena, Il principio di sussidiarietà orizzontale nell'art. 118, u.c., della Costituzione, in Amministrazioneincammino, disponibile al seguente link: https://amministrazioneincammino.luiss.it/wp-content/uploads/2010/04/arena.pdf

conferimento della competenza - se concorrente - può cambiare nel corso del tempo, in maniera dinamica. A riprova di ciò si può ricordare l'ampio dibattito sull'inscindibilità tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria, che ha condotto all'attuale assetto del meccanismo unico di vigilanza nell'Eurozona; è sintomatica anche la riflessione ancora in corso sul lancio dell'euro digitale e sul ruolo da attribuire in questo meccanismo alle banche commerciali. Sono elementi singolari che però ben rappresentano la storicità del principio di sovranità monetaria[33].

Questo tratto distintivo del principio di sovranità monetaria è stato colto con il concetto di "*essentially contested concept*", mutuato dalla filosofia del linguaggio, sostenendo che essa si compone di elementi di diritto positivo e di tipo valoriale (*positive and normative components*)[34]. La natura ibrida ne fa un concetto costantemente in evoluzione, senza soluzione di continuità, in relazione ai cambiamenti che intervengono nell'ambiente economico, disegnando quella che si potrebbe considerare come una sovranità monetaria a geometria variabile. In questo quadro, il principio di sussidiarietà non sarebbe utilizzato per giustificare l'esercizio da parte dell'Unione di competenze concorrenti con quelle degli Stati membri, bensì per prescrivere agli Stati-organizzazione la delega dell'una o dell'altra funzione della sovranità monetaria alle sedi migliori per il raggiungimento delle priorità di *policy*[35].

[33] L'idea della storicità del principio di sovranità monetaria emerge con riferimento alle ricadute della globalizzazione in K. Pistor, From territorial to monetary sovereignty, in Theoretical inquiries in law, 2017 (18), 491 – 516. Indirettamente questo tratto distintivo e problematico della sovranità monetaria affiora nella riflessione sulla diffusione delle cripto-attività con funzione di pagamento in Edoardo D. Martino, Monetary sovereignty in the digital era. The law & macroeconomics of digital private money, in Computer law & security Review, 2024 (529), 1-13.

[34] K. Zimmermann, *The Concept of Monetary Sovereignty Revisited*, in *Eur J Int Law*, 2013, 24 (3), 797 – 818.

[35] V., K. Zimmermann, *The Concept of Monetary Sovereignty Revisited*, 805 ss. Questo paradigma serve all'Autore per sostenere che nel quadro economico attuale la stabilità monetaria e finanziaria nonché l'integrità finanziaria rappresentano le componenti valoriali preminenti della sovranità monetaria, che diventano priorità di *policy* e obiettivi concreti per la verifica del legittimo esercizio dei poteri sovrani; inoltre, nella misura in cui l'interdipendenza dei sistemi economici e dei mercati finanziari rende la stretta cooperazione con altri stati il miglior modo per raggiungere i predetti obiettivi, la condivisione di sovranità (monetaria) che discende dalla stretta cooperazione al livello internazionale o regionale non rappresenta una compressione del ruolo dello stato, bensì una sua manifestazione, ed un dovere dello stato stesso in forza del principio di sussidiarietà. In altri termini, il principio di sussidiarietà verticale diventa un test di valutazione dell'efficiente allocazione dei poteri di *governance*: i poteri sono da attribuire alle autorità nella posizione migliore per raggiungere le priorità di *policy* individuate.

Ammettere la normatività e, quindi, la storicità della sovranità monetaria consente anche di leggere sotto un'altra luce la relazione tra lo Stato o l'Unione e le iniziative di moneta complementare che possono essere inquadrate come una categoria di moneta creata come strumento per la trasformazione economica di lungo periodo, la c.d. *transformative monetary plurality*[36].

Con le premesse poste, si può considerare la sostenibilità ambientale come declinata nell'agenda 2030 delle Nazioni Unite. Questa priorità di policy è un valore – alla stregua della stabilità monetaria e finanziaria – ed informa l'esercizio bancario del credito ma è anche una finalità che anima spesso gli schemi di moneta complementare.

La sostenibilità fa sintesi delle aspettative raccolte dalla formula *right to development*, di cui all'art. 1 della dell'allegato alla Convenzione ONU del 4 dicembre 1985[37] ed stata ricondotta agli artt. 2 e 8 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo e della libertà fondamentali. Come ha chiarito la Corte europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamenti nella vicenda *Verein Klimaseniorinnen Schweiz and Others v. Switzerland*[38], l'art. 8 richiamato deve essere inteso coerentemente con l'impegno assunto per effetto dell'adesione ai trattati internazionali - la Convenzione

L'esercizio congiunto della sovranità (monetaria) e l'allocazione della supervisione finanziaria al livello europeo anziché nazionale consentirebbe ai singoli stati membri di recuperare quel margine di manovra che avrebbero perso per effetto del cambiamento dell'assetto attuale dei mercati economici e finanziari.

[36] J. Blanc – M. Fare, Community-base alternative currencies as drivers of new monetary arrangements, in G. Vallet et al (a cura di), Central banking, monetary policy, and the future of money, Elgar Publishing: Cheltenham, 2022, 246 ss.

[37] Secondo l'art. 1 (1) dell'Allegato alla "Declaration on the right to development" delle Nazioni Unite, risalente al 4 dicembre 1986, «The right to development is an inalienable human right by virtue of which every human person and ali peoples are entitled to participate in, con tribute to, and enjoy economic, social, cultural and political development, in which ali human rights and fundamental freedoms can be fully realized».

[38] ECHR, *Verein Klimaseniorinnen Schweiz and Others v. Switzerland*, 9 aprile 2024. Si ricorda che la Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU) è diventata vincolante per tutti gli Stati membri perché parte integrante del diritto europeo. Di questo risultato non si dubita a valle della riformulazione dell'art. 6 del Trattato sull'Unione Europea (TUE) sul rispetto dei diritti fondamentali, che al comma 3 prescrive che i diritti fondamentali garantiti dalla CEDU e risultanti dalle tradizionali costituzionali degli stati membri sono parte integrante del diritto dell'Unione come principi generali. In questi termini, G. Sole, Le forme attraverso le quali le norme CEDU assumono rilevanza normativa interna, al seguente link: https://pg-caltanissetta.giustizia.it/resources/cms/documents/A_703.pdf V., anche: E. Calzolaio, Tutela dei diritti fondamentali e giudice europeo, in W.P. Libertà, lavoro e sicurezza sociale 17/12, al seguente link: https://giurisprudenza.unimc.it/it/ricerca/pubblicazioni/liberta-lavoro-sicurezza-sociale/calzolaio_per_sito_giuliana_cioccai111.pdf

Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici e dell'accordo di Parigi - ed in presenza di evidenze scientifiche, come causa di un'obbligazione di contenuto positivo in capo agli stati contraenti e questa obbligazione consiste nell'attuare un quadro legislativo ed amministrativo volto a dare protezione effettiva alla salute e alla vita umana a fronte dei rischi collegati ai cambiamenti climatici adottando misure regolatorie efficaci e tempestive[39]. Unico agio dei singoli governanti è rappresentato dalla discrezionalità nella scelta degli strumenti[40]; in altri termini, secondo il principio di proporzionalità, ai singoli Stati contraenti spetta stabilire un bilanciamento tra gli interessi contrapposti senza compromettere l'essenza del diritto compresso, anche se in materia economico-sociale lo spazio di scelta discrezionale è più ampio e supera il test di proporzionalità se risponde ad una valutazione di non-manifesta infondatezza[41]. Pertanto, sembra ragionevole concludere che, per far fronte alle obbligazioni di contenuto positivo, gli Stati contraenti siano chiamati ad utilizzare ogni strumento possibile, stabilendo una composizione con altri interessi confliggenti: dalla rilevanza della sostenibilità nella politica monetaria, nella valutazione dei rischi bancari e nella declinazione dei rischi di capitale e fondi propri, alla partecipazione dei cittadini attraverso iniziative bottom-up come le monete complementari.

Ragionando in termini di sostenibilità ambientale, può dirsi che, pur mancando la formalizzazione del principio di sussidiarietà orizzontale, la combinata lettura del principio di sussidiarietà verticale e del principio di proporzionalità possa ragionevolmente aprire ad una costruzione della sovranità monetaria che non esclude bensì prescriva la combinazione dei livelli di competenza regolatoria. Infatti, ogni Stato membro, per ottemperare alle obbligazioni di contenuto positivo, non può non ricorrere ad ogni livello regolatorio, dalle comunità locali al sistema bancario alla banca

[39] La Corte ha statuito che «the fact that the object of the convention, as an instrument for the protection of human rights, requires that its provisions must be interpreted and applied such as to guarantee rights that are practical and effective». V., ECHR, *Verein Klimaseniorinnen Schweiz and Others v. Switzerland*, 204.

[40] ECHR, *Verein Klimaseniorinnen Schweiz and Others v. Switzerland*, 201.

[41] G.L. Greco, L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario, Bari, 2024, 30 ss.

centrale: coerentemente con l'approccio costituzionale alla moneta, essa si emancipa dalla configurazione come strumento neutrale per delinearsi come sintesi di valori ed obiettivi (di una comunità) che la colorano dall'interno[42].

La prospettiva suggerita può determinare un approccio diverso agli schemi di moneta complementare, quanto meno a quelli che sono contraddistinti dalla finalità della sostenibilità ambientale. In altri termini, la sovranità monetaria sarà esercitata dall'Unione per quanto riguarda la gestione della politica monetaria, condivisa dagli Stati membri e dall'Unione per quanto concerne la disciplina dei rapporti di diritto privato e la produzione di strumenti alternativi alle banconote e al contante in euro, dagli Stati membri per quanto riguarda il regime delle obbligazioni pecuniarie, riconosciuta ai gruppi di cittadini che, associandosi, costituiscono sistemi di moneta complementare e perseguono questo tipo di interesse generale, come nel caso di Klimabonus[43]. Finora, la sostenibilità ambientale ha rappresentato, pur con i tanti limiti della strategia regolatoria adottata, una priorità di policy ampiamente condivisa da una sponda all'altra dell'Atlantico, ma i cambiamenti geopolitici in corso potrebbero cambiare gli scenari.

Si delinea così una sovranità monetaria contraddistinta da una governance condivisa, sia pure con il caveat del principio di proporzionalità e delle riserve legali di attività[44].

Sul primo aspetto è significativo l'approccio della Corte di giustizia dell'Unione europea nella vicenda *Johannes Dietrich & Norbert Häring v. Hessischer Rundfunk*[45] nella quale la Corte ha fatto proprio ricorso al principio di proporzionalità per delineare

[42] C. Desan, *The constitutional approach to money*, in N. Bandelj, F. Wherry, V. Zelizer (a cura di), *Money talks. Explaining how money really works*, Princeton University Press: Princeton-Oxford, 2017, 109-130.
[43] Supra § 2.
[44] Si è fatto finora l'esempio della sostenibilità ma una situazione analoga potrebbe configurarsi rispetto ad altri valori condivisi e finalità ampliando la portata della conclusione raggiunta per includere anche schemi di moneta complementare che perseguono obiettivi di sostenibilità non ambientale ma sociale.
[45] *Johannes Dietrich & Norbert Häring v. Hessischer Rundfunk*, 26 gennaio 2021, cause riunite C-422/19 e C-423/19. V., G. Luca Greco - V. Santoro, Limiti all'uso del contante e regime giuridico del corso legale delle banconote in euro, in Giur. comm., 2022, II, 61 ss.

il perimetro e il contenuto della politica monetaria e lo spazio di competenza regolatoria che spetta agli Stati membri. Il ragionamento della Corte può essere sintetizzato nei seguenti termini: l'esercizio della politica monetaria non ha una valenza esclusivamente operativa ma anche normativa, il che richiede un approccio uniforme degli Stati membri all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie pena l'unicità della moneta legale e, di conseguenza, l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi; fatta questa premessa, gli Stati membri possono limitare il pagamento in banconote e contante in euro per l'adempimento di un'obbligazione pecuniaria imposta da un ente pubblico, perché «tale normativa non abbia per oggetto né per effetto di stabilire il regime giuridico del corso legale di tali banconote, in secondo luogo, che non comporti, de jure o de facto, un'abolizione di tali banconote, segnatamente rimettendo in causa la possibilità, in generale, di liberarsi da un'obbligazione di pagamento mediante tale contante, in terzo luogo, che sia stata adottata tenendo conto di motivi d'interesse pubblico, in quarto luogo, che la limitazione ai pagamenti in contanti derivante da tale restrizione sia idonea a realizzare l'obiettivo di interesse pubblico perseguito e, in quinto luogo, che non ecceda i limiti di quanto è necessario per la realizzazione dello stesso, nel senso che esistano altri mezzi legali per liberarsi dall'obbligazione di pagamento»[46].

Questa pronuncia interessa per due motivi. In primo luogo, non contempla affatto la possibilità che lo Stato membro o enti autarchici territoriali minori, possano sostituire il valore che rappresenta l'unità di conto bensì solo lo strumento di pagamento: pertanto, si può presumere che sarebbe in conflitto con il principio di sovranità monetaria il ricorso alla moneta complementare per il pagamento di tributi e servizi locali, allorquando, ad esempio, l'ente locale abbia stretto una forma di collaborazione o di partecipazione con il sistema di moneta complementare, a meno che – potrebbe ipotizzarsi – la moneta non fosse utilizzata come una forma di

[46] Ibidem, § 62.

finanziamento di scopo cartolarizzato per il perseguimento di precisi obiettivi di interesse generale. Al contrario, i privati possono concordare il ricorso ad una valuta diversa nell'adempimento di un'obbligazione pecuniaria, eventualmente anche una valuta privata, ai sensi dell'art. 59[47] della direttiva PSD2[48], il che pone il problema del rispetto della riserva di attività, sul quale si tornerà a breve.

Il secondo motivo riguarda l'adeguatezza della limitazione rispetto all'esigenza di ordine pubblico ovvero all'interesse generale da tutelare. Si dice appunto che la limitazione non possa eccedere i limiti di quanto necessario per conseguire l'obiettivo e che non possa determinare nei fatti un'eliminazione delle banconote in euro che rappresentano la moneta legale. Queste condizioni sollecitano un'attenta valutazione dei meccanismi che gli schemi di moneta complementare disegnano per disincentivare la riconversione in euro, introducendo degli interessi negativi, e che potrebbero raggiungere un risultato equivalente rispetto all'area considerata o alla funzione da assolvere.

Se sono i privati – consumatore o esercente – a scegliere una valuta privata per l'adempimento dell'obbligazione pecuniaria il problema del presidio della sovranità monetaria non sembra porsi. Si pone però il problema dell'esercizio dell'attività bancaria o dell'emissione di moneta elettronica che sono entrambe attività economiche riservate, per le quali è prescritta un'apposita autorizzazione. Stesso discorso quando l'emittente la moneta complementare entra in possesso dei fondi dei clienti o ha accesso – pur non detenendo i loro fondi – alle informazioni sui loro conti correnti. Nel primo caso sarà richiesta quanto meno un'autorizzazione come istituti di

[47] N. Vardi, The indirect effects on domestic law of the European legislation on payment system, in European Review of Private Law, 2015 (6), 945-958; Ibidem, Reflections on trends and evolutions in the law of monetary obligations in European private law, in European Bsusiness Law Review, 2007, vo. 18 (3), 443 – 475.

[48] L'acronimo PSD2 indica la direttiva UE n. 2366 dl 2015, 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, in GUCE [2015] L337/35.

pagamento abilitato a prestare servizi di pagamento, nel secondo caso un'autorizzazione come istituto di pagamento abilitato a prestare servizi di autorizzazione dell'ordine di pagamento[49]. La disciplina europea offre un sentiero molto stretto che consente agli schemi di moneta complementare di non entrare nelle maglie dell'autorizzazione e della vigilanza sull'attività di prestazione di servizi di pagamento: gli schemi di moneta complementare (a) possono essere costituiti come sistemi di pagamento, visto che l'esercizio di questa attività non è subordinato ad autorizzazione e consente l'ampia partecipazione anche di enti locali; (b) intervenire in qualità di agenti purché agiscano solo per conto del pagatore o solo del beneficiario, perché se al contrario fossero organizzati come piattaforma che agisce nell'interesse di entrambi senza un margine per negoziare o concludere l'acquisto di beni o servizi, allora, non potrebbe fruire dell'esclusione dall'applicazione della PSD2; (c) se il token cartaceo o digitale che funge da moneta complementare può essere utilizzato come mezzo di pagamento solo in una cerchia circoscritta e chiusa di esercenti[50].

4. Nell'ordinamento italiano, la formalizzazione del principio di sussidiarietà orizzontale, e non solo di quella verticale, rende il discorso forse più semplice. Infatti, non solo può essere ribaltato il ragionamento già svolto sulle obbligazioni di contenuto positivo svolto dalla Corte europea dei diritti dell'uomo ma può essere richiamata l'interazione tra art. 3, co. 2, e art. 118, co. 4, della Costituzione. Infatti, la riformulazione dell'art. 117 della Costituzione dispone che l'esercizio della potestà legislativa dello Stato e delle regioni deve essere svolta non soltanto nel rispetto della Costituzione e dell'ordinamento comunitario ma anche degli obblighi internazionali tra i quali la Convenzione europea sui diritti umani e le libertà fondamentali che – si riconosce – introduce norme di un rango sub-costituzionale[51]. Inoltre, secondo

[49] Un dubbio era già stato sollevato con riferimento al sistema Sardex: V., G. Luca Greco – D. Donato Abate, Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute: il caso "Sardex", in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2016(4), 104-135.

[50] Nel dettaglio: European Banking Authority (EBA), Final Report. Guidelines in the limited network exclusion under PSD2, 24 February 2022.

[51] G. Sole, Le forme attraverso le quali le norme CEDU assumono rilevanza normativa interna, cit.

un'interpretazione consolidata ed autorevole, consta uno stretto collegamento tra l'art. 118, co. 4, e l'art. 3, co. 2, della Costituzione, e il ponte tra le due norme è rappresentato dall'interesse generale: se il principio di eguaglianza sostanziale impone alla Repubblica di creare le condizioni affinché ciascuno possa realizzare le proprie capacità, si persegue un interesse egoistico ed anche un interesse della collettività «perché questo 'arricchisce' l'intera collettività, non solo i soggetti interessati»; giacché la norma Costituzionale non precisa come la Repubblica debba creare le condizioni per il pieno sviluppo della persona umana ma si limita ad indicare l'obiettivo, con la novella dell'art. 118 e l'introduzione del principio di sussidiarietà orizzontale, lo Stato deve farlo anche favorendo le iniziative individuali quando siano volte a condividere questo onere, di creare le condizioni per la piena realizzazione di ciascuna persona umana[52].

Le monete complementari sono appunto forme associative volte al perseguimento di obiettivi di inclusione sociale e finanziaria, di condivisione intergenerazionale, di coesione e sviluppo regionale, creando le condizioni per rimuovere gli ostacoli alla piena realizzazione della persona umana[53]; la moneta rappresenta solo uno strumento per il perseguimento di altre finalità sintetizzate nel progetto valoriale a monte, un progetto che fa perno sulla logica della relazionalità e quindi dell'art. 3, co. 2, della Costituzione. Sotto questo profilo, può essere valutata la congruità degli schemi di moneta complementare nonostante in tema di moneta, banca e finanza, l'art. 117, lett. e), della Costituzione attribuisca la competenza legislativa in via esclusiva allo Stato: in questo caso, infatti, si disciplina la moneta come strumento non come fine, che ben altri fini oltre la realizzazione di uno scambio, perché di ausilio alla piena realizzazione della persona umana. Infatti, nella sentenza n. 131 del 2020, la Corte costituzionale ha riconosciuto che la suddetta disposizione «ha

[52] G. Arena, Il principio di sussidiarietà orizzontale nell'art. 118, u.c., della Costituzione, 6 ss.

[53] La «(…) relazionalità che invoco non è quella dello scambio, ma quella della reciprocità: la prima ha natura strumentale – ogni volta che dò inizio ad un rapporto di scambio è ovvio che entro in relazione con qualcuno, ma questi è solo strumento per il mio fine -; la seconda è quella che guarda alla potenza del "tra" (..) e che in economia è catturata dalla nozione di bene relazionale». In questi termini: S. Zamagni, L'economia del bene comune, 49 s.

esplicitato nel testo costituzionale le implicazioni di sistema derivanti dal riconoscimento della 'profonda socialità' che connota la persona umana (sentenza n. 228 del 2004) e della sua possibilità di realizzare una 'azione positiva e responsabile' (sentenza n. 75 del 1992): fin da tempi molto risalenti, del resto, le relazioni di solidarietà sono state all'origine di una fitta rete di libera e autonoma mutualità che, ricollegandosi a diverse anime culturali della nostra tradizione, ha inciso profondamente sullo sviluppo sociale, culturale ed economico del nostro Paese»[54].

Si potrebbe sostenere che i sistemi di moneta complementare non presentano sempre la forma organizzativa degli enti del terzo settore, pertanto sono fuori dal perimetro della disciplina del codice di riferimento. Tuttavia, la pronuncia richiamata, che si è occupata delle cooperative di comunità, ha statuito che la condivisione della funzione pubblica, ai sensi dell'art. 55 del codice del terzo settore, non spetta solo ai soggetti qualificabili come enti del terzo settore, tipici o atipici, che perseguono «senza scopo di lucro, […] finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale mediante lo svolgimento, in via esclusiva o principale, di una o più attività di interesse generale in forma di azione volontaria o di erogazione gratuita di denaro, beni o servizi, o di mutualità o di produzione o scambio di beni o servizi», e che risultano «iscritti nel registro unico nazionale del Terzo settore». Per gli enti che perseguono fini analoghi ma esulano dal perimetro dell'art. 55 non sarà consentito alle regioni di ricorrere alle medesime forme di condivisione della funzione pubblica perché la materia civile è riservata alla legislazione statale. Tuttavia potranno disciplinare, nell'ambito delle materie di propria competenza, disciplinare altre forme di coinvolgimento con soggetti che, come le cooperative di comunità, non sono qualificabili né come enti del terzo settore tipici né atipici[55]. Così declinato il principio di sussidiarietà orizzontale potrebbe

[54] Un approfondimento sulla pronuncia richiamata_ L. Gori, Gli effetti giuridici "a lungo raggio" della sentenza n. 131 del 2020 della Corte costituzionale, in Impresa sociale 2020(3), 89-95.

[55] La pronuncia n. 131/2020 statuisce conclude che «Tale interpretazione consente, in definitiva, di escludere il vulnus prospettato dal ricorrente, perché la norma censurata non comporta alcuna omologazione tra un soggetto estraneo al Terzo settore e quelli che vi rientrano. Essa, infatti, consente di disciplinare: a) le modalità attuative dell'art. 55 CTS, avendo a riguardo gli ETS, come qualificati dalla normativa statale (e, quindi, anche le cooperative di comunità che in base alla suddetta normativa siano tali); b) le forme di coinvolgimento delle cooperative di comunità, che siano "soltanto" così

consentire di superare un certo scetticismo rispetto ai sistemi di moneta complementare. Questo ragionamento presuppone che siano osservati il principio di proporzionalità nella relazione moneta privata-moneta legale e le riserve di attività, dei quali si è già detto.

Un problema diverso sarà verificare che i sistemi di moneta complementare presentino una coerente struttura organizzativa. Questo vuol dire che possano suonare incongruenti quelli come Sardex che operano come una tradizionale società per azioni. Sarà ragionevole, a questo punto, interrogarsi sulla necessità di un assetto organizzativo e di governance che presieda alla corretta applicazione del principio di reciprocità e della dimensione relazionale, per non parlare del nodo gordiano dell'applicazione della disciplina della concorrenza che, secondo gli orientamenti della Corte di giustizia europea che applica il principio dell'entità economia a tenore del quale gli art. 101 e ss. de FUE si applicano ad ogni entità, quale che sia la natura del servizio offerto, lo status giuridico o il modo in cui è finanziata, a condizione che l'attività esercitata sia economica; sarà tale un'attività che presenta una concorrenza potenziale o attuale[56]. Come è chiarito nella vicenda *Poucet and Pistre*, l'applicazione del principio di solidarietà nella produzione o nello scambio servizi previdenziali non configurava un'attività economica perché non presentava alcuna correlazione tra i contributi dei beneficiari e l'ammontare della copertura; pertanto, nessun altro sarebbe potuto entrare in quel mercato (rectius, esercitare quell'attività) alle medesime condizioni senza il supporto compensativo dei fondi pubblici[57].

Il pluralismo dei modelli economici è auspicato dai cultori dell'economia civile[58] così come dagli studiosi delle monete complementari che, richiamando i meccanismi tipici degli eco-sistemi naturali, hanno suggerito che un minimo di diversità faccia da

qualificabili (e non anche come ETS) e che non potranno essere coinvolte con gli stessi strumenti e modalità riservati dal legislatore statale agli ETS ai sensi del citato art. 55 CTS».

[56] V. Louri, 'Undertaking' as a jurisdictional element for the application of EC competition rules, in Legal issues of economic integration, 2002, 29(2), 143-176.

[57] Ibidem, 170 s.

[58] Supra § 1.

presidio alla stabilità: «(…) we actually suggest that anything that is a complex flow network can only be stable if you do have a minimum level of diversity, just like an ecosystem is an entity where biomass circulates»[59]. Questo discorso rilancia l'idea della non-neutralità della moneta, che appartiene ai sociologi[60] come ai giuristi[61], collegata all'idea di moneta come istituzione[62] facendo eco alla teoria della pluralità degli ordinamenti giuridici[63]. Diventa così più congruo pensare alle *monete*[64] più che alla moneta come strumento neutrale ed universale a condizione che, però, questo approccio non diventi un modo per erigere nuove barriere nel mercato interno[65].

Gabriella Gimigliano

Ricercatrice di Diritto dell'Economia

nell' Università di Siena

[59] M. Hudon – C. Meyer, Managing complementary currecies and the blockchain technology: a conversation with Bernard Lietaer, in International Journal of Community Currency Research, 2021, vol. 25(2), 1-14.
[60] N. Bandelj – Frederick F. Wherry – Viviana A. Zelizer, Advancing money talks, in N. Bandelj – Frederick F. Wherry – Viviana A. Zelizer (a cura di), Money talks. Explaining how money really works, Princeton 2017, 1-24.
[61] C. Desan, *The constitutional approach to money*, op. cit.
[62] F. Belli, *Qualche osservazione a margine dei pagamenti e del controllo del sistema (dei sistemi) di pagamento*, V. Santoro (a cura di), Il diritto dei sistemi di pagamento, Milano, 2007, 19-27.
[63] S. Romano, L'ordinamento giuridico, Sansoni 1962.
[64] V. Santoro, Considerazioni sulla moneta, in Dir. banc., 2022(2), 185 ss.
[65] Art. 26(2) TFUE.

LA PREDISPOSIZIONE DEL CONTENUTO DEGLI *STRESS TEST* BANCARI AL TEMPO DELLA CRONICITÀ DELLE CRISI. IL RILIEVO PER GLI ASSETTI ADEGUATI E LA SUPERVISIONE [*]

(The preparation of the content of bank stress tests in times of chronic crises. The relevance for adequate regulation and supervision)

ABSTRACT: *Gli stress test bancari si basano sull'elaborazione di scenari plausibili. La loro preparazione non può prescindere da un confronto con il momento storico vissuto. La conseguenza è la produzione di prove wartime o peacetime a seconda che il periodo storico stia vivendo o meno una crisi. La verifica di un contesto di crisi cronica diffusa dovrebbe portare a modificare l'idea di stress test di peacetime. Se si considera che i test fanno parte degli assetti e della vigilanza bancaria, l'argomento è molto rilevante perché è noto che i risultati prodotti influenzano le decisioni di gestione e supervisione.*

Bank stress tests are based on the drawing up of plausible scenarios. Their preparation cannot do without a comparison with the historical moment experienced. The consequence is the production of war tests or peace tests depending on whether the historical period is experiencing a crisis or not. The checking of a widespread chronic crisis context should lead to a modification of the idea of a peace stress test. If one considers that tests are part of banking and banking supervision, the topic is very relevant because it is known that the results of tests influence banking management and supervision decisions.

SOMMARIO: 1. I contesti storici di riferimento per la preparazione degli *stress test*. La difficoltà di continuare a distinguere tra periodi di crisi e non di crisi. – 2. I limiti di apprezzabilità di scenari ipotetici rispetto al contesto storico contemporaneo in riferimento alla diposizione di informazioni adeguate

[*] Contributo approvato dai revisori.

alla gestione e alla vigilanza bancaria. – 3. Il contenuto della richiesta di predisporre *stress test*. Diligenza del banchiere e ampiezza dei poteri della supervisione bancaria, un'ipotesi di ricerca. – 4. Lo slittamento della (diligenza degli amministratori bancari verso la) conformazione degli stress test verso scenari poliversi. – 5. Il cambiamento nel contenuto dei *test*. – 6. Il problema della tenuta delle prove durante un periodo di crisi. – 7. Osservazioni finali.

1. Se ci si riferisce agli *stress test* come strumenti di produzione di informazioni a base ipotetica[1], è possibile pensarne l'impiego per il governo della banca, o del sistema bancario e collocarne l'utilizzo sia tra gli assetti bancari[2], sia nell'ambito della supervisione[3]. I *test*, come noto, sono adattabili alle condizioni ipotetiche rispetto alle quali si tenta di prevedere il comportamento della gestione (resiliente) bancaria. Lo strumento si basa quindi sulla formulazione di scenari, che delineano delle crisi, in

[1] Appartenenti a una più ampia modalità di regolazione, caratterizzata dall'impiego di ipotesi, che tende ad approntare regole e strumenti di vigilanza che impongono – a istituzioni finanziarie e autorità di supervisione – di realizzare oggi previsioni su crisi e debolezze di domani. Le previsioni, che, per definizione, sono speculative, possono divenire, quindi, la base per un ulteriore intervento regolatorio. Sul tema sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *Gli* stress test *bancari. Inquadramento e regolazione*, Padova, 2022, p.1 s.; e, solo in parte coincidente, BARADARAN, *Regulation by Hypothetical*, in *Vanderlbilt Law Review*, 67, 2014, p. 1247 ss., p. 1249.

[2] V. art. 177 del 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, e successivi aggiornamenti, (CRR). Sul piano regolatorio, per l'Italia, v. i riferimenti considerati dalla Banca d'Italia, *Disposizioni di vigilanza per le Banche. Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013*, P. Prima, Tit. III, Cap. 1, Sez. III. (*inde*, Circolare 285/2013). Sulla rilevanza dei *test*, sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *op. cit.*, p. 22, p. 32 s., quanto al tema della tipologia, p. 104 s., nell'ambito degli assetti, p. 285 ss., anche in riferimento alla loro forma digitale; a riguardo RESTELLI, *"Trasformazione digitale" e assetti organizzativi nell'impresa bancaria*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, p. 697 ss., p. 701; e quanto rilevato da ABRIANI, SCHNEIDER, Corporate governance *'compositiva', metodi computazionali e assetti adeguati: i riflessi sui controlli*, XV Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", *"Impresa e Mercati: Numeri e* Computer Science*"*, Roma, 23-24 febbraio 2024, p. 1 ss., p. 22 (Testo provvisorio – non soggetto a circolazione, consultato per cortesia degli Autori). Sul tema degli assetti, v. *infra*, par. 3, testo note.

[3] V. art. 97, par. 1, c); nonché art. 90, par. 1, a) e g); art. 99, par. 2, a), art. 100; art. 104 *ter*, parr. 1 e 2, 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, e successivi aggiornamenti, (CRD). Per la regolazione dei test nell'ambito dello SREP v. EBA, *Orientamenti sulle procedure e sulle metodologie comuni per il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) e sulle prove di* stress *di vigilanza*, 18 marzo 2022, ABE/GL/2018/03; sul tema, sia ancora consentito il rinvio a BEVIVINO, *op. cit.*, p. 17, p. 25, p. 29 s.

riferimento ai quali viene provata (*stressata*) l'impresa, o un intero sistema bancario[4], per simularne il comportamento in rapporto alla situazione economico-finanziaria stabilita al momento della simulazione.

Non si può fare a meno di osservare che la preparazione dei *test* subisce il contesto storico coevo sia sul piano della formulazione degli scenari, sia su quello della situazione economico-finanziaria dell'impresa e del sistema. Tuttavia, le infinite variabili a cui la storia può dare accesso vengono generalmente ridotte a due alternative: una che esprime una crisi storicamente data (c.d. *wartime*), ovvero, un'altra che individua un periodo di condizioni socio-economiche e finanziarie (apparentemente) normali (di c.d. *peacetime*)[5]. La loro composizione permette quindi di studiare prospetticamente il comportamento dell'oggetto testato. Le informazioni prodotte dalle prove saranno dipendenti dal modo in cui gli scenari verranno costruiti. In maniera stilizzata, si può considerare che lo scenario delinei le crisi ipotetiche che una banca (o un sistema bancario) potrebbe affrontare. Ne segue l'importanza assegnata al contesto storico in cui lo scenario è calato.

Ora, mentre il *valore*[6] dell'impresa, ovvero del sistema, rappresenta una costante, sia pure storicamente data e soggetta a criteri di valutazione, che produce conseguenze più facilmente governabili nella preparazione dei *test*, il fatto che gli scenari possano variare in funzione del periodo storico (*wartime*, o *peacetime*), perché assumono un ruolo essenziale nella somministrazione dei *test* dal punto di vista del raffronto con il contesto di riferimento, rispetto al quale si misura la reazione dell'oggetto sottoposto a prova[7], comporta la conseguente variabilità dei *test*.

[4] Almeno in Europa vengono sostenuti *stress test* su base idiosincratica e sistemica (EU-wide stress test), tanto dall'EBA, tanto dalla Banca centrale europea; per una tipologia dei *test* in Europa e negli Stati Uniti, v. BEVIVINO, *op. cit.*, p. 27 ss., ove riferimenti.

[5] SCHUERMANN, *Stress testing in wartime and in peacetime*, in Anderson (ed. by), *Stress Testing and Macroprudential Regulation: A Transatlantic Assessment*, CEPR, London, 2016, p. 125 ss.

[6] Il termine è qui da intendersi in tendersi in senso generico, per rendere possibile solo la continuazione del ragionamento. Per più specifici riferimenti, v. alla nt. seg.

[7] Sulla preparazione degli scenari v. HOPPER, *Designing Coherent Scenarios: A Practitioner Perspective*, in Farmer, Kleinnijenhuis, Schuermann, Wetzer (eds.), *Handbook of Financial Stress Testing*, Cambridge, 2022, p. 128 ss.; ISOGAI, *Scenario design and calibration*, in Quagliariello (ed. by), *Stress-testing the Banking System. Methodologies and Applications*, Cambridge, 2009, p. 68 ss.

Il rilievo del tema si comprende meglio se si considera che nell'ambito della letteratura in materia di *stress test* si tende a reputare come più semplice delineare scenari adeguati di *stress* durante una crisi storicamente data, che non durante un periodo di *peacetime* [8]. Le ragioni addotte si focalizzano sull'idea (che probabilmente non costituisce nulla di più di un *bias*[9]) che i rischi per il sistema bancario sono fin troppo evidenti durante un periodo di crisi e quindi la scelta delle esposizioni allo *stress* e agli *shock* da considerare è chiara. Nei periodi di normalità (o di presunta tale), le esposizioni che dovrebbero essere sottolineate e i relativi *shock* da considerare sono considerati, all'opposto, molto meno evidenti.

Tuttavia, i tempi che si vivono rendono difficile distinguere tra *wartime* e *peacetime*; si assiste, infatti, a uno scivolamento verso un periodo di crisi cronica, sconosciuto da diversi decenni agli assetti geopolitici dell'Europa; e, se in un esercizio di di comparazione, si può forse considerare per gli Stati Uniti il tema in maniera differente, avendo vissuto quel Paese nel medesimo arco di tempo vicende che possono condizionare la preparazione di scenari di *test* non equivalenti a quelle del Vecchio Continente[10], tuttavia i maggiori avvenimenti storici, naturali e tecnologici degli ultimi anni rende ben chiara l'opportunità di riconsiderare il modo a cui si pensa agli scenari dei *test*[11].

---

[8] V. BORIO, DREHMANN, TSATSARONIS, *Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations?*, in the *Journal of Financial Stability*, 12, 2014, pp. 3-15; JUDGE, *Stress Tests During Times of War*, in Farmer, Kleinnijenhuis, Schuermann, Wetzer (eds.), cit., p. 224 ss.; SCHUERMANN, *Stress testing in wartime and in peacetime*, cit., p. 125 ss.

[9] Sulle convinzioni radicate nella regolazione considerate come technocratic bias, sia pure in altro settore della regolazione, v. OMAROVA; *Technology v Technocracy: Fintech as a Regulatory Challenge*, in *Journal of Financial Regulation*, 6, 2020, p. 75 ss., p. passim, p. 82; nonché VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023, *passim*.

[10] Non è possibile qui anche solo evocare una storia finanziaria di Stati Uniti ed Europa; per più ampi riferimenti, v. l'ultimo aggiornamento del classico lavoro di ALIBER, KINDLEBERGER, McCAULEY, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, 8th Ed., Cham, 2023.

[11] Non è difficile riconoscere gli eventi che determinano lo scivolamento di cui si dice nel testo in un (incompleto) elenco che include:

• il cambiamento dei rapporti economici tra Stati Uniti ed Europa come conseguenza dell'insediamento della seconda amministrazione Trump;

• l'inasprimento del conflitto israelo-palestinese in una forma e in dimensioni difficili da ritrovare negli ultimi decenni, con la conseguente pressione su tutta l'area mediorientale;

2. Se si vuole avviare il discorso dal piano della valutazione degli elementi che compongono una prova di *stress* (accettando il *bias* segnalato come punto di partenza), si può osservare che durante una crisi, si tende a ritenere, in definitiva, che i tipi di rischi che le banche devono affrontare sono relativamente ben identificati perché si stanno vivendo. Mentre, se le banche sono costrette a passare attraverso una procedura che includa la registrazione della crisi e la sua analisi (*notice-and-comment rule-making*), le prove, pensate come strumento di governo bancario[12] che operino

• l'invasione da parte della Russia dell'Ucraina nella più grande guerra combattuta in Europa dalla Seconda guerra mondiale;
• uno shock energetico (petrolifero e delle forniture del gas) che condiziona l'economia dell'Europa occidentale;
• una pandemia globale che ha causato milioni di perdite;
• la ripartizione delle catene di fornitura globali;
• la volatilità macroeconomica, che non ha precedenti storici;
• il congelamento dei mercati dei capitali con illiquidità anche nei titoli di Stato (specie di quelli del Tesoro americano);
• una serie di eventi ambientali/climatici: tra gli altri, si possono ricordare un uragano di categoria 4 in Louisiana (Ida) e un uragano di categoria 5 in Florida (Ian); incendi boschivi in California che causano danni per miliardi di dollari; il gelo che ha distrutto la rete elettrica in Texas; inondazioni in Germania e in Spagna;
• il (periodico) blocco del Canale di Suez e la necessità per le rotte commerciali di eseguire il periplo dell'Africa;
• disordini sociali di diverso segno (ad esempio, negli Stati Uniti il movimento Black Lives Matter);
• l'assalto al Campidoglio degli Stati Uniti da parte degli insorti che cercano di impedire la pacifica transizione del potere al nuovo presidente eletto;
• il più grande crollo di un *hedge fund* dai tempi di LTCM (Archegos);
• il crollo del mercato delle criptovalute;
• il livello dell'inflazione che ricorda quella degli anni '70.
Da altro punto di vista, se si estende l'orizzonte di osservazione, si potrebbero aggiungere una crisi bancaria che include il secondo, il terzo e il quarto fallimento bancario più grande nella storia degli Stati Uniti e, in Europa, l'acquisizione (forzata) di una banca di dimensioni sistemiche da parte di un'altra banca di dimensioni analoghe, nel medesimo Paese – va da sé, in astratto, con implicazioni per il rispetto della disciplina delle crisi bancarie e per quella della concorrenza. Parte della sintesi è ripresa da HOPPER, RATTRAY, SCHUERMANN, POWER, *Stress Testing in a World of Compound Risks and Polycrises*, 28 June 2023 (sul sito https://ssrn.com/abstract=4504588), p. 1 ss.

[12] Al riguardo, sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *Gli* stress test *bancari, cit.*, p. 101 ss. Sul governo bancario, in relazione all'approccio di *governance*, v. HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *European Business Organization Law Review*, 22, 2021, p. 13 ss., p. 31 che considera che la «special governance of banks and other financial institutions is firmly embedded in bank supervisory law and regulation»; il medesimo A. in alcuni passaggi si riferisce alla «corporate governance of banks», invece che alla «bank governance», perché segna più chiaramente il collegamento con la discussione generale sul governo societario, HOPT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in Wymeersch, Hopt, G. Ferrarini (a cura di), *Financial Regulation and Supervision. A Post-Crisis Analysis*, Oxford, 2012, pp.

prima della instaurazione di un periodo di crisi, quindi, se si vuole, come strumento di regolazione *ex ante*[13], potrebbero non essere mai sufficientemente creative o flessibili per rispondere alle particolari domande che i mercati si pongono rispetto a (futuri) momenti di difficoltà.

Questo approccio non sembra tuttavia essere del tutto appagante.

Può risultare adeguato se si isolano i *test* su base idiosincratica e la valutazione avviene restringendo il contesto di riferimento in cui opera la banca, ovvero astraendola dal sistema finanziario; oppure costruendo uno *stress test* sistemico, tuttavia con limitati profili di considerazione della realtà e contemporanea (e del conseguente sistema economico-finanziario). Ma, anche qui, la risposta non è adeguata alla comprensione del contesto e a valutare il fatto che il sistema finanziario non è un *unicum* isolato, ma è influenzato e, a sua volta, influenza il contesto di riferimento, che, in altre parole, è quello storicamente dato.

Questa idea si sviluppa di pari passo con il compito assegnato alla *disclosure* dei risultati dei *test* dei periodi di crisi di ripristinare la fiducia del sistema finanziario (ed economico) nella resilienza bancaria[14] d'impresa, o di sistema. L'orientamento delle prove verso *policy* di supporto alla ripresa del sistema finanziario, generalmente

338 ss., p. 338, nt. 1. Per l'influenza della regolazione sulla *corporate governance* v. VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della* corporate governance, in *Banca impresa società*, 2013, p. 289 ss., p. 291. Sul tema v. CAPRIGLIONE, SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della* governance *bancaria*, Torino, 2019, *passim*; PORTALE, *La* corporate governance *delle società bancarie*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 48 ss. Con riferimento a quanto appena evocato nel testo STELLA RICHTER *jr*, *A proposito di* bank government, corporate governance *e* Single Supervisory Mechanism governance, in *Dir. banca merc. fin*., 2016, I, p. 772 ss., p. 786, che considera che «gli spazi di intervento delle autorità di vigilanza nella materia della corporate governance bancaria rimangono così significativi e penetranti da consentire ancor'oggi una forma di bank government»; GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e* govenance *nelle società bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, p. 241 ss.; p. 263. Sul ruolo della supervisione v. AMOROSINO, *I quattro livelli della supervisione bancaria: globale, europea, nazionale ed interna alle banche. Connessioni verticali e trasversali*, in Brozzetti (a cura di), *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il «futuribile»*, Milano, 2016, pp. 199 ss., p. 200.

[13] Sulla differenza tra strumenti di regolazione che agiscono *ex ante*, ovvero *ex post*, v. ANABTAWI, SCHWARCZ, *Regulating ex Post: How Law Can Address the Inevitability of Financial Failure*, in *Texas Law Review*, 92, 2013, p. 75 ss.

[14] Per quest'ordine di idee JUDGE, *Stress Tests During Times of War*, cit., p. 224 ss., p. 232.

avvenuto a determinate condizioni in fasi di crisi[15] possono astrattamente essere coordinate con gli effetti delle informazioni prodotte per la disciplina di mercato (*market discipline*[16]). Alla base si può considerare l'idea che le crisi siano, almeno in parte, «information events»[17].

Tuttavia, il risultato dell'iniziativa di somministrare i *test* e renderne pubblici i valori ricavati durante un periodo di crisi si ritiene dipenda dalla disponibilità di liquidità e capitale del settore pubblico a livello di sistema. Solo entro questi limiti se ne può apprezzare l'efficacia sul piano della ricostruzione della fiducia nella soluzione di una crisi di sistema. In difetto nessun esercizio di *test* sembra venga ritenuto credibile[18], e di conseguenza se ne prospetta l'inefficacia[19].

Attribuire ai *test* valore nell'ambito informativo rispetto alle sole valutazioni di mercato, finisce per disattenderne la rilevanza sia per la gestione dell'impresa bancaria, o del sistema bancario[20], sia per la sua supervisione. Le informazioni prodotte

[15] Come avvenne negli Stati Uniti quando si decise di utilizzare il *test* SCAP (*Supervisory Capital Assessment Program*), nel 2009 negli Stati Uniti, nonostante gli effetti della crisi finanziaria del 2007-2008 fossero ancora in corso; per un'analisi v. JUDGE, *Stress Tests During Times of War*, cit., p. 224 ss., *passim*.

[16] GILSON, KRAAKMAN, *Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, in *Virginia Law Review*, 100, 2014, p. 313 ss., p. 361 s. Per BERNANKE, *Stress testing banks: what have we learned?*, Financ. Market. Conf. Speech, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2013, «Even outside of a period of crisis, the disclosure of stress test results and assessments provides valuable information to market participants and the public, enhances transparency, and promotes market discipline». Sul rilievo degli *stress test* in una prospettiva di *market discipline*, tra gli altri, SCHUERMANN, *Stress testing in wartime and in peacetime*, cit., p. 135; e per considerazioni più ampie sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *op. cit.*, p. 37, p. 202

[17] Cfr. JUDGE, *Stress Tests During Times of War*, cit., p. 237.

[18] BORIO, DREHMANN, TSATSARONIS, *Stress-testing macro stress testing*, cit.; JUDGE, Stress Tests During Times of War, cit., p. 327.

[19] A riguardo si considerino i diversi risultati dall'esercizio dello SCAP negli Stati Uniti rispetto all'insuccesso dei *test* somministrati in Europa a ridosso e successivamente alla crisi del debito sovrano. Sui limiti delle prove europee condotte nel 2009 dal Committee of European Bank Supervisors (CEBS), e poi nel 2011 dall'EBA, v. ANDERSON, *Stress testing and macroprudential regulation: A transatlantic perspective*, in Anderson (ed. by), cit, p. 1 ss., p. 7 s.; per un esame dei *test* GOLDSTEIN, *Banking' s Final Exam. Stress Testing and Bank-Capital Reform*, Washington, Dc, 2017, p. 46 s. L'EBA, *2021 EU-wide stress test: Frequently Asked Questions*, 29 January 2021, considera inoltre anche che «the exercise fosters market discipline through the publication of consistent and granular data on a bank-by-bank level, which illustrate how balance sheets are affected by common shocks». Sul tema, più in generale, sia consentito il rinvio a BEVIVINO, *op. cit.*, p. 253.

[20] A seconda del tipo di test somministrato; non va dimenticato che in Europa vengono preparati e somministrati *stress test* europei su base sistemica; sulle tipologie di prove sia consentito il rinvio a BEVIVINO, op. cit., p. 25 ss.

dalle prove, dirette a indagare su una serie di punti deboli dell'impresa bancaria, o del sistema, che potrebbero manifestarsi in futuro a causa della crisi preconizzata (o di quella cronica che incide sui *test*), potrebbero essere sottovalutate, o non considerate adeguatamente, con conseguente distribuzione della responsabilità per l'impresa e la supervisione[21].

Senza qui poter affrontare il tema in tutta la sua estensione, si può comunque osservare che una modulazione della regola dell'astensione dalla valutazione della gestione dell'impresa da parte del giudice (*business judgment rule*) rispetto alla configurazione degli assetti adeguati bancari che si dovrebbe tradurre (nella diligenza dovuta[22]) nell'adeguatezza dell'assunzione delle informazioni e la contemporanea riconduzione degli *stress test* a elementi degli assetti, comporta la valutazione dei *test* nella misura in cui, come strumenti di produzione di informazioni, la gestione e la vigilanza concorrono attraverso la preparazione degli scenari a formulare il *contenuto* dell'informazione che verrà prodotta.

3. Partendo dall'idea che gli *stress test* sono strumenti adattabili di produzione di informazioni ipotetiche[23] che possono consentire alla gestione bancaria di affrontare alcune future plausibili situazioni di crisi, ovvero alla supervisione di predisporre adeguate misure di prevenzione o reazione[24], il tema che si pone tocca momenti fondamentali del governo bancario[25].

[21] Il tema qui non può essere che accennato, dovendosi riscontrare, un problema di definizione del contenuto dei *test* non sufficiente alla violazione del dovere di garantire l'adeguatezza organizzativa, dovendosi richiedere che esso sia legato da un nesso di causalità a un pregiudizio che si realizzi; a riguardo RABITTI, *Responsabilità da* deficit *organizzativo*, in Irrera, (op. diretta), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, p. 955 ss., p. p. 961, considera che «che non ogni impedimento in materia di assetti interni determina un danno alla società, ben potendo una violazione rimanere priva di conseguenze per il patrimonio sociale e dunque non generare un obbligo risarcitorio ma solo la revoca degli amministratori».
[22] V. *infra*, par. 3.
[23] A riguardo, sia consentito il rinvio a v. BEVIVINO, Gli stress test bancari, cit., p. 83 ss.
[24] V. Banca d'Italia, *Circolare 285/2013*, P. Prima, Tit. III, Cap. 1, Sez. III.
[25] Sul rapporto tra gestione e supervisione nell'ottica del governo bancario v. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e* governance *nelle società bancaria*, cit., p. 263; STELLA RICHTER jr, *A proposito di* bank government, cit.

L'area delle prove di *stress* è infatti individuata dalla regolazione nell'ambito degli assetti di governo societario e del sistema dei controlli interni degli intermediari, i quali sono considerati «come fattore determinante per la stabilità delle singole istituzioni e del sistema finanziario nel suo insieme»[26]. In questo contesto, le funzioni aziendali di controllo sono state rafforzate con particolare riferimento, tra gli altri elementi, alle prove di *stress*[27].

Si determina, quindi, che, nell'ambito della predisposizione di assetti adeguati all'impresa bancaria, richiesti dalla disciplina in materia, il tema da considerare divenga quello delle scelte che riguardano la delimitazione del contenuto dei *test*[28]. Verrebbe infatti da pensare che, rispetto all'ottica della disciplina degli assetti di diritto comune[29, 30], dato che per il diritto delle imprese bancarie l'adozione di *stress test*

[26] A tal proposito la Banca d'Italia, Circolare 285/2013, Premessa, 1 s., considera che «[c]rescente importanza è attribuita agli assetti di governo societario e al sistema dei controlli interni degli intermediari come fattore determinante per la stabilità delle singole istituzioni e del sistema finanziario nel suo insieme. In quest'area sono stat[e] rafforzat[e] […] le funzioni aziendali di controllo, con particolare riferimento […] alle prove di *stress*».

[27] V. sempre Banca d'Italia, Circolare 285/2013, Premessa, 1 s.

[28] V. *supra*, alle ntt. 2 e 3.

[29] FERRI *jr*, ROSSI, *Assetti dell'impresa e responsabilità degli amministratori*, cit., p. 33 s., considerano che «l'adeguatezza degli assetti non rappresenta soltanto uno strumento necessario agli amministratori al fine di esercitare le prerogative loro proprie, a partire da quelle per dir così "conoscitive", quali, in particolare, il dovere di agire informati (art. 2381, comma 6, c.c.), e dunque di informarsi, e di fare il possibile per impedire il compimento o eliminare e attenuare le conseguenze pregiudizievoli dei "fatti pregiudizievoli" di cui sono "a conoscenza" (art. 2392, comma 2, c.c.): ma vale anche, e soprattutto, a segnare il presupposto e il limite di tali doveri, e, conseguentemente, della relativa responsabilità; gli amministratori sono, infatti, tenuti a conoscere, da un lato, tutte le informazioni che un assetto adeguato, e regolarmente funzionante, è in grado di fornire e sulle quali allora devono potersi affidare, ma, dall'altro, solo tali informazioni, oltre naturalmente a quelle richieste "dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze" (art. 2392, comma 1, c.c.)»; sul dovere degli amministratori d informarsi v. ANGELICI, Diligentia quam in suis *e* business judgement rule, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, da p. 675, p. 691, p. 693. Sul rilievo della conoscenza nell'ambito della disciplina della responsabilità v. FERRI jr, *Le deleghe interne*, in Libonati (a cura di), *Amministrazione ed amministratori di società per azioni*, Milano, 1995, p. 165 ss., p. 254 ss., spec. p. 257 s.; RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori. Contributo allo studio dell'illecito civile*, Milano, 2004, p. 144 ss., spec. p. 146 s., p. 159 e p. 198 ss.; nonché i saggi del volume di Irrera (op. diretta), *Assetti adeguati*, cit., di MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, p. 41 ss., p. 70 ss., RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, p. 81 ss., nei vari luoghi, spec. 145 s.; RABITTI, *Responsabilità da* deficit *organizzativo*, cit., p. 984 s.

[30] Acquisibile al diritto speciale solo nei limiti della sua compatibilità; a riguardo v. FERRI, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1975, I, 1 ss., p. 2 s., il quale osservava che rispetto a una impresa a società a statuto speciale, in funzione dell'attività di pubblico interesse esplicata, qual è l'impresa bancaria, anche «se la disciplina è contenuta in [più] corpi di leggi distinte, l'indagine deve essere condotta unitariamente tenendo conto dell'intero complesso di

costituisce l'oggetto di previsione normativa (e non un elemento assegnato alle scelte della gestione, per cui la predisposizione dei *test* ha valore obbligatorio, perciò tanto risultano adeguati), la valutazione dell'adeguatezza sembra spostarsi sul piano del contenuto dei *test*, ovvero in altre parole, sul tipo di informazione che si programma le prove forniscano. È rispetto a tale aspetto che eventualmente il giudice può valutare «la diligenza della scelta di adottare quegli specifici assetti [corrispondenti, sembra di poter pensare, in ambito bancario, al contenuto dei *test*], in termini di coerenza, logicità, completezza e, più in generale, ragionevolezza del processo logico che a tale esito ha condotto»[31]. Diligenza che quindi dovrebbe essere valutabile alla luce del principio della sana e prudente gestione[32], orientata all'obiettivo della stabilità finanziaria[33].

---

norme e se mai, anche per essere aderenti al dettato legislativo, muovendo da[i testi delle norme in materia] bancaria piuttosto che dal codice civile».

[31] Cfr. FERRI *jr*, ROSSI, *op. cit.*, p. 35 s., sul piano del diritto comune; spazio che, quindi, nell'ambito del diritto bancario si dovrebbe identificare nel contenuto richiesto dei *test*. Sul tema del rilievo della regola dell'astensione con riferimento alle prove, v. BEVIVINO, *op. cit.*, p. 253 s., ove ulteriori riferimenti. Più in generale, in ambito bancario, con differenti esiti, v. MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, p. 1165 ss., p. 1187 ss.; ID, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire informato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 27 ss., p. 29 s.; DE PRA, *Il nuovo governo societario delle banche*, in NLCC, 2015, p. 525 ss., p. 588; LUCIANO, A*deguatezza organizzativa e funzioni aziendali di controllo nelle società bancarie e non*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, p. 317 ss., p. 355 s., p. 362 ss. Rispetto al diritto comune, senza tema di completezza, in una prospettiva analoga a quanto sostenuto dagli Autori si cui si è riferito nel testo, MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, T. I, 2015, p. 379 ss., p. 410 s.; BENEDETTI, *L'applicazione della* business judgment rule *alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 413 ss., pp. 448 s.; ID., *Gli assetti adeguati e la* business judgment rule, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022, p. 461 ss.; ABRIANI, ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Le Società*, 2019, p. 393 ss., p. 397. Con diversi esiti, AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 643 ss., p. 665 s., testo e note 96 e 97; SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi; una categoria inutile o dannosa?*, in NLCC, 2018, p. 1280 ss., p. 1288 ss.; MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 828; CERRATO, *Crisi, assetti adeguati e* business judgment rule, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022, p. 303 ss. Non è qui possibile dare conto della pur rilevante articolazione degli assetti in *organizzativi*, *amministrativi* e *contabili*; per tali aspetti si rinvia a Cfr. FERRI *jr*, ROSSI, *op. cit.*, p. 28 s., ove riferimenti.

[32] Sul rilievo del principio in riferimento alla gestione bancaria, v. GUIZZI, *op. cit.*, p. 249 s.; più in generale, in luogo di tutti, SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, p. 131 ss.

[33] Più in generale, in ambito finanziario sembra di poter indicare nella stabilità finanziaria una funzione sovraordinata, poiché permette l'individuazione di interessi prevalenti anche in caso di bilanciamento tra interessi in conflitto sia pure assunti da una disciplina. A riguardo v. LAMANDINI, BEVIVINO, *Il*

Sembra non modificare il tema il fatto che sia la gestione bancaria a svolgere le prove, all'interno dell'articolazione delle funzioni aziendali di controllo[34], come strumento degli assetti, ovvero, che le stesse vengano affidate a un'agenzia specializzata (di *rating*)[35], con la differenza che nel secondo caso sarà valutato il contenuto dell'incarico assegnato all'agenzia.

4. L'elemento della valutazione che dovrebbe essere sottoposta a vaglio critico, per quanto qui si possa solo accennare, riguarda quindi il contenuto del *test*. Il fatto cioè che fino a qualche tempo addietro, molto probabilmente, la presentazione di uno scenario altamente, se non incredibilmente improbabile, ricco di eventi ipotetici (che fossero disparati, o fantastici) avrebbe causato un rigetto del *test*, che sarebbe stato considerato non plausibile, o non apprezzabile – se si pone mente all'idea che la ricaduta delle prove avvenga sia nell'ambito della gestione bancaria, sia delle valutazioni di mercato nel contesto della *market discipline*.

Davanti alla realtà storica che si sta delineando[36], si dovrebbe forse riconsiderare il modo in cui si progettano scenari di *stress* che possano sondare in

costo della coerenza. La problematica coesistenza di scenari probabilistici nei piani di risanamento e di risoluzione. Prime riflessioni, in *Giur. comm.*, 2025, in corso di pubblicazione, par. 1, nt. 14. In questo senso sembra andare la Corte di Giustizia nella nota sentenza Kotnik; CGUE, 19 luglio 2016, causa C-526/14, Kotnik et al.; per ulteriori riferimenti, *infra*, par. 3, testo e ntt. 23-26, 30;
Sul rilievo della stabilità finanziaria v. LO SCHIAVO, *The Role of Financial Stability in EU Law and Policy*, AH Alphen aan den Rijn (The Netherlands), 2017, p. 48; il quale nota anche che il concetto di stabilità finanziaria ha portata più ampia rispetto a quello di stabilità del sistema bancario e finanziario, di conseguenza, il perseguimento di tale obiettivo non è un compito esclusivo delle autorità di vigilanza finanziaria, bensì dell'intero complesso istituzionale di un sistema politico-giuridico, come quello dell'Unione Europea; sul piano istituzionale, MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea*, Napoli, 2020, p. 71, testo e nt. 42.

[34] Analogamente a quanto si può riscontrare in altri Paesi aderenti alla Banking Union, per esemplificare, per l'Italia, v. Banca d'Italia, Circolare 285/2013, Parte Prima, Tit. IV, Cap. 1, Sez. I, dedicata al Governo societario; sul tema, DE PRA, *op. cit.*, p. 587 s., ove si osserva che il potere normativo della Banca d'Italia «può essere ragionevolmente considerato come una modalità tecnica attraverso la quale l'Autorità di vigilanza è legittimata a indicare agli organi della banca in quale modo debbano perseguire l'adeguatezza degli assetti organizzativi amministrativi e contabili dell'intermediario finanziario e le più specifiche coordinate dell'agire in modo informato».

[35] Per le quali è previsto il segreto professionale (art. 53 CRD), il quale non impedisce che le autorità competenti pubblichino i risultati delle prove di stress, o che le trasmettano all'EBA ai fini della pubblicazione (at. 53, par. 3, CRD).

[36] V. *supra*, nt. 11.

modo plausibile, ma creativo le vulnerabilità delle imprese finanziarie (e non finanziarie).

Se è vero che eventi estremi, apparentemente non correlati, sembrano verificarsi contemporaneamente con frequenza non commensurabile rispetto all'immediato passato, ovvero, che anche ad ammettere che sia la sola soglia di tolleranza a tali eventi ad essersi modificati, quel che sembra emergere è che si tratti di *cigni grigi*. Eventi, in altre parole, troppo frequenti e plausibili per essere dei *cigni neri*, per i quali non è possibile formulare previsioni, ma che risultano ugualmente gravi nelle conseguenze.

Come ha dimostrato la pandemia di COVID-19, i rischi a bassa probabilità di avveramento (*tail-risk*), ma ad alto impatto sul sistema economico-finanziario e sociale, possono avere conseguenze di vasta portata, le cui dimensioni paiono imprevedibili. Ma se prevederli non è forse possibile, immaginarli forse non è così distante. Probabilmente la riduzione del tema alla prospettiva della formulazione di ipotesi di indagine dei *test* diviene il modo di riempire di contenuto la diligenza dovuta nel costruire le informazioni che appartiene alla gestione della banca, che trova riscontro nel compito di verifica di vigilanza delle autorità, dovendo considerare la predisposizione e la tenuta dei *test* un obbligo di conformazione degli assetti adeguati bancari[37], ma non il loro contenuto.

Appena si allarga il punto di osservazione, è quindi immediato comprendere che la delineazione di *stress test* in un'epoca come quella attuale non dovrebbe fare a meno di tener conto dei periodi di crisi vissuti in vari modi e in diversi luoghi e che gli scenari, che fino a qualche tempo addietro apparivano improbabili, si sono ora configurati poiché la Storia dell'Occidente degli ultimi anni ha subito alcuni

[37] Il che, valorizzando la distinzione fra la violazione di obblighi a contenuto specifico e quella di doveri a contenuto generico, comporterebbe che la regola dell'astensione dal giudicato (*business judgment rule*) si applichi soltanto a comportamenti e scelte che non sono imposti da norme contenenti un precetto determinato, diversamente quindi che dall'obbligo di tenere prove di *stress*; per la distinzione v. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 407.

cambiamenti di fase a cui non si potrà fare a meno di riferirsi nella formulazione di scenari poliversi[38].

5. A uno scenario di *stress* tipicamente si richiede che consideri una verifica ipotetica che sia sviluppata per considerare realtà distribuite nell'arco di due o tre anni, anche se non è raro che si prospettino verifiche che arrivino anche fino a cinque anni. Le ricadute delle condizioni stabilite per le ipotesi di un *test* non tardano a comprendersi se si immagina un amministratore di banca, con funzioni apicali, il quale richieda (si tratta di continuare a immaginare uno *stress test* predisposto dall'impresa bancaria) di progettare uno scenario nel gennaio 2020, fortemente avverso ma comunque plausibile, che metta alla prova la solidità e la resilienza della istituzione che guida. Potrebbe trattarsi di una banca globale[39].

Se, continuando con la speculazione, si immagina di elencare una serie di caratteristiche ed eventi come parte di uno scenario su base triennale alcuni episodi di cui raramente si pensa possibile la contemporanea presenza nell'arco storico definito, ci si può chiedere (conoscendone la risposta) se i risultati di quei *test* sarebbero diversi senza quegli eventi. Quando poi si concede che quegli eventi sono realmente avvenuti, e che poco o nulla era stato considerato loro riguardo, ci si avvede che le ipotesi prese in considerazione sono solo forse troppo rosee, o che la realtà può superare anche le fantasie più tetre.

Il problema, tuttavia non è nella situazione descritta, ma in quello che generalmente accade quando si programma uno *stress test* che si riferisca a situazioni molto articolate e complesse[40].

Questa modificazione della realtà – nei termini reali del contesto storico – non

[38] Su cui, diffusamente, HOPPER, RATTRAY, SCHUERMANN, POWER, *Stress Testing in a World of Compound Risks and Polycrises*, cit., *passim*.
[39] Ma, per alcuni aspetti, le cose non cambierebbero se si trattasse di una multinazionale produttrice, di una grande azienda tecnologica, di una compagnia aerea globale o di una grande compagnia petrolifera; in questo senso v. HOPPER, RATTRAY, SCHUERMANN, POWER, *op. cit.*, p. 2.
[40] Come quelle riportate *supra*, nt. 11.

sembra possa essere trascurato. Nasce, in sostanza l'esigenza di comprendere se la predisposizione degli scenari dei *test* debba essere rimodulata fino considerare obbligatorio di dover assumere la contemporanea cronicità, o diffusività della crisi, pena tratti di responsabilità.

Il tema si pone anche per la vigilanza, a riguardo sembra si possano trarre utili considerazioni dagli atteggiamenti tenuti in passato dalla vigilanza.

6. Di fronte agli *stress test* applicati durante un periodo di crisi l'atteggiamento dei regolatori finanziari è stato bivalente, il che sembra voler evidenziare la consapevolezza del fatto che il tema – oltre a quello della loro programmazione – è quello dei riflessi che (non da sola) la loro pubblicazione produce sia sulla disciplina di mercato in ambito finanziario, sia sul governo dell'economia. Il problema, quindi, non è solo quello di programmare il contenuto dei *test*, ma anche quello di valutare la loro ricaduta *ex ante* e, in qualche misura, apprezzare i *bias* esistenti sulle conseguenze dei risultati prodotti in ambito finanziario ed economico, vale a dire le convinzioni maturate dai regolatori e dai *policy maker* (anche a livello politico) prima della tenuta dei *test* sui riflessi che possono produrre.

La consapevolezza del valore dei riflessi dei risultati degli *stress test* tenuti in periodi di crisi può comportare un utilizzo antitetico delle prove. Se si vuole esemplificare, basti ricordare che al presentarsi della «sindrome respiratoria acuta grave da coronavirus 2» (*severe acute respiratory syndrome coronavirus 2*, SARS-CoV-2), le scelte regolatorie che sono seguite in reazione alla pandemia sono state di segno opposte riguardo la tenuta dei *test*, si è verificata quindi la decisione statunitense di continuare nell'esercizio di prove preannunciate e quella europea di rinviarle[41]

[41] L'esercizio dei test programmato nel 2020 è stato posposto dall'EBA al 2021,v. C.V. GORTSOS, *The Response of the European Central Bank to the Current Pandemic Crisis*, in *European company and financial law review*, 2020, p. 231 ss., p. 251. V. EBA, *Press Release, EBA statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector*, 12 March 2020, anche se l'EBA ha fornito nel frattempo alcune indicazioni sull'impatto della pandemia, si v. EBA, *Thematic Note*, EBA Rep/2020/17; nonché EBA, *2021 EU-Wide Stress test– Result*, p, 9 e nt. 1. Sulla sospensione dell'esercizio da parte della Bank of England, v. CHIU, KOKKINIS, MIGLIONICO, *Relief and Rescue:*

Naturalmente, la possibilità (nei termini di *potere*) di rinviare, o meno l'esercizio dei *test* è riconducibile alle caratteristiche del diritto regolatorio finanziario, e in particolare al principio di elasticità delle norme finanziarie[42].

Come già osservato altrove, al di là del merito delle determinazioni dei regolatori europei e statunitensi, il fatto che alle medesime vicende siano seguite decisioni divergenti delle autorità di vigilanza sottolinea il rilievo che si attribuisce alle prove[43].

Quello che si può ricavare dai diversi orientamenti riguarda prima di tutto un'indicazione sulla considerazione delle ricadute dei *test* da parte delle autorità di vigilanza e, quindi, sulle idee che circolano attorno alle prove: sembra allora che venga attribuito al loro espletamento e (soprattutto) alla pubblicazione dei risultati ottenuti la capacità di influenzare sia l'andamento dell'economia e della finanza, sia, ancora più profondamente, la resilienza bancaria in un periodo di crisi – anche in negativo. Se si vuole ricordare, se la posticipazione dei test del 2020 avvenne (da parte dell'EBA e della *Bank of England*) con l'intenzione di ridurre la pressione sulle banche e di permettere di concentrare la loro attività (in altre parole, le risorse economiche) sul soccorso e il salvataggio dell'economia reale. Ma anche la mancata pubblicazione può presentare effetti negativi che derivano dall'opacità (percepita) della gestione delle informazioni: durante un periodo di crisi si possono infatti determinare situazioni di allarme all'intero dei mercati derivanti dall'impossibilità di verificare l'informazione o dall'idea che l'informazione negata sia in realtà negativa; ecco perché si ritiene necessario tornare

Suspensions and Elasticity in Financial Regulation, and Lessons from the Uk' s Management of the COVID-19 Pandemic Crisis, in *Washington University Journal of Law and Policy*, 64, 2021, p. 63 ss., *passim*, p. 82 s.; sulla continuazione delle prove da parte della vigilanza statuitense.

[42] Sul significato teorico della sospensione della regolazione finanziaria attribuibile alla reazione di contrasto alla pandemia v. RINGE, COVID-19 *and European banks: no time for lawyers*, in Gortsos, Ringe (ed. by), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, Frankfurt am Main, 2020, p. 43 ss., p. 56 ss.; per gli aspetti teorici della regolazione finanziaria v. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, in *Journal of Comparative Economics*, 41, 2013, p. 315 ss. p. 317 s., p. 320.

[43] Poco prima della realizzazione dell'Unione Bancaria e del passaggio al *Single Supervisory Mechanism*, la reazione alla pubblicazione dei risultati delle prove del 2014 da parte dei mercati in riferimento ai risultati di alcune banche fu notevole, analizza questi aspetti CAPRIGLIONE, *Gli* stress test *delle banche europee: una tempesta prima di un'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia*, in *Contr. impr.*, 2015, p. 43 ss., spec., p. 51 ss.

a diffondere informazioni valutabili[44].

Non sembra qui inutile ricordare che gli effetti positivi dei *test* sono spesso collegati all'implicito messaggio di copertura a cui rinviano: i regolatori utilizzano gli *stress test* in un periodo di crisi per dare segnali trasparenti, individuare i problemi, avvertire della presenza di un prestatore di ultima istanza che è capace di intervenire nel momento in cui ciò occorresse – probabilmente la riuscita dei *test* statunitensi e l'insuccesso di quelli europei che si avvicendarono dopo il 2009 risiede in questo: un prestatore di ultima istanza negli USA rassicurava i mercati, la sua assenza in Europa li rendeva instabili.

Tuttavia, il valore dei *test* in un periodo in cui crisi e normalità tendono a comprimersi, non può che cambiare e modificarsi.

7. Gli *stress test* bancari si basano sulla delineazione di scenari plausibili. La loro preparazione non può fare a meno di un confronto con il momento storico vissuto. La conseguenza è la produzione di *test* di guerra o *test* di pace a seconda che il periodo storico attraversi o meno una crisi. La verifica di un contesto di crisi cronica diffusa dovrebbe comportare la modifica dell'idea degli scenari di uno *stress test* di pace. Ciò comporta un diverso atteggiamento da considerare sia nella programmazione del loro contenuto, che dovrebbe rispecchiare una sintesi tra crisi e non, o tra *wartime* e *peacetime*, se si vuole usare la metafora più nota per descrivere le diversità dei riferimenti per i *test*. Il problema rimane allora quello di identificare il contesto storico in cui il *test* si sta eseguendo, o se ne chiede la tenuta, da parte degli amministratori bancari, ovvero della vigilanza. Se si pensa, infatti, che i *test* sono parte degli assetti bancari e della vigilanza bancaria, il tema è molto rilevante perché è noto che i risultati delle prove influenzano le decisioni della gestione bancaria e della supervisione. Ne segue che la richiesta da cui parte la formulazione dei *test* dovrebbe includere un più

[44] Sul tema v. JUDGE, *Stress Tests During Times of War*, cit., p. 232; BUCKNER, DOWD, *Can UK Banks Pass the COVID-19 Stress Test?*, 2020 (sul sito www.ssrn.com), p. 1 ss., p. 10; ecco perché superata la fase iniziale le comunicazioni sono riprese.

ampio spettro di informazioni che tengano conto dei profili di crisi cronica e permettano un adeguato discernimento da parte di amministratori bancari e della vigilanza sul modo di governare l'impresa in tali frangenti, reso possibile dalla disponibilità di informazioni. Il che lascia apprezzare la funzione di *early warning* degli *stress test*[45].

Vito Bevivino

Ricercatore di Diritto dell'Economia

nell'Università di Siena

[45] Sia consentito il rinvio a BEVIVINO, Gli *stress test* bancari, cit., p. 205 ss., ove ulteriori riferimenti.