

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

Supplemento al n. 1/2022

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

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

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

## *Direzione Scientifica*

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

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

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

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

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

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

L. Di Brina, F. Moliterni

# TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Publicazione degli atti del Convegno

“La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive” tenutosi il 17  
e il 18 giugno 2022 presso l’Isola di Capri e organizzato  
dall’Università degli Studi di Napoli “Parthenope”\*

*A cura di Diego Rossano*

---

\*Convegno di presentazione 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 fragmentation and sustainability*" (Prot. 2020SMP7A7, *Principal Investigator*: Diego Rossano).

## INDICE

DIEGO ROSSANO – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive</i> (Financial Supervision after two Crisis. What perspectives).....	3
MARCELLO MINENNA - <i>Pandemia, debiti sovrani e politiche di bilancio: rischi e opportunità nel futuro dell'euro</i> (Pandemic, sovereign debts and budget policies: risks and opportunities in the future of the euro).....	57
MARCO SEPE - <i>Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore</i> (Dimension of the Banks and new risks in the Banking sector).....	74
VINCENZO TROIANO - <i>Soggettività finanziaria e forme di aggregazione</i> (Financial Entities and Aggregation Phenomena).....	92
DIEGO ROSSANO - <i>Il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. Metamorfosi della funzione</i> (The Italian Deposit Guarantee Scheme. Change of functions).....	112
GIOVANNI LUCHENA - <i>Crisi energetica e Aiuti di Stato</i> (Energy Crises and State Aids).....	129
MIRELLA PELLEGRINI - <i>La soluzione delle controversie bancarie</i> (The Resolution of Banking Disputes).....	150
ALBERTO URBANI - <i>Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?</i> (Towards the centralization of Anti-Money Laundering Supervision).....	172

ILLA SABBATELLI - <i>Per un rinnovo della specificità operativa bancaria</i> (For a renewal of the Banking operational specificity).....	191
RAFFAELE LENER - <i>Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale</i> (Prudential Supervision and Artificial Intelligence).....	207
CARLA RUOCCO - <i>Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria</i> (Digital finance: opportunities, attention profiles, and the role of Financial Supervision).....	217
GUIDO ALPA - <i>Sugli effetti economici delle decisioni giudiziali</i> (On the economic effects of court decisions).....	226
STEFANO CAPPIELLO - <i>Le “metamorfosi” del sistema europeo di supervisione finanziaria</i> (The “metamorphoses” of the European system of Supervision).....	244
RAINER MASERA - <i>La vigilanza in una visione olistica: prospettive e ipotesi per la “moneta senza Stato” e la regolazione finanziaria UE</i> (Financial regulation: a holistic approach. Perspectives and models for the “money without a State” and EU surveillance).....	266

### COMUNICAZIONI

LAURA AMMANNATI - <i>Transizione energetica, “just transition” e finanza</i> (Energy transition, “just transition” and finance).....	289
ALLEGRA CANEPA - <i>Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell’assunzione delle decisioni di investimento</i> (Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability in investment decisions).....	307

FEDERICO RIGANTI - *Sostenibilità non finanziaria, “sana e prudente gestione” e governo societario delle banche. “Arlecchino” nel C.d.a.? (Note a margine di un convegno sull’Isola di Capri)* (Non-Financial Sustainability, “Sound and Prudent Management” and Corporate Governance of Banks. “Harlequin” in the Board of Directors? (Notes in the Margins of a Conference in Capri)).....325

CLAUDIA MARASCO - *Gli aiuti di Stato al settore bancario dopo due crisi* (State Aid to the Banking sector after two Crisis).....343

VINCENZO VIETRI - *Supervisione e crisi: quali prospettive per la gestione collettiva* (Supervision and Crisis: What Outlook for the Asset Management).....353

## PRESENTAZIONE

### *(Introduction)*

L'iniziativa di organizzare un convegno in materia di supervisione finanziaria, 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 fragmentation and sustainability*". Il delicato contesto storico nel quale viviamo ha suggerito, infatti, ad un gruppo di studiosi, di realizzare una riflessione comune sulle tematiche relative alla vigilanza che denota specifico rilievo in un momento come quello attuale caratterizzato da profondi cambiamenti del mercato. Ci si riferisce non solo ai noti turbamenti finanziari degli anni 2007 e seguenti, ma anche alla catastrofe naturale dovuta alla pandemia da Covid-19, nonché agli eventi bellici tutt'ora in corso in Ucraina che lasciano intravedere una crisi energetica di dimensioni molto significative.

Nei sistemi finanziari, come il nostro e come quello europeo, nei quali l'*agere* finanziario si svolge in un contesto di regolazione e di controlli pubblici, la supervisione diventa dunque la funzione necessaria per poter reindirizzare il mercato sulla strada dell'equilibrio e della progressione economica. La rigorosa adesione ai canoni della ricerca scientifica ha indotto ovviamente gli studiosi, che hanno partecipato all'evento a valutare le differenti soluzioni da adottare per superare le criticità esistenti, avendo riguardo alla necessità di conformare i risultati ottenuti ai criteri ordinari fissati in sede UE. Ciò ha conferito peculiare apertura al dibattito che ha evidenziato i limiti della normativa vigente ed attestato l'esigenza di procedere senza indugi ad opportune riforme della stessa.

Le relazioni hanno toccano direttamente o indirettamente i vari ambiti sui quali si riflette la tematica principale della vigilanza e il livello dei relatori è stato



tale da lasciar prevedere che le autorità politiche partecipanti all'evento abbiano tratto significativi suggerimenti in vista di un intervento del nostro legislatore che recuperi quella capacità di governo del credito che a lungo, specie nei decenni passati, ha caratterizzato lo svolgimento dei controlli pubblici sul settore.

Al fine di non ritardare la diffusione degli interessanti contributi presentati nel menzionato convegno, vengono pubblicate in questo fascicolo alcune delle relazioni svolte in detta sede. Sarà cura dell'*editing* completare al più presto il supplemento con gli altri lavori che hanno arricchito detto incontro di studi, i cui esiti sono volti a chiarire un aspetto molto rilevante della problematica del «cambiamento», che com'è noto condiziona il processo evolutivo dell'industria finanziaria.

\* \* \*

Il giorno prima dell'inizio dei lavori è nata la mia terza figlia. Mi sia consentito di dedicare alla piccola Sofia Rossano l'impegno e gli sforzi fatti per la realizzazione di questo convegno. A tutti i partecipanti il mio sentito grazie per aver aderito a questo incontro i cui esiti, a giudicare dai lavori qui pubblicati, mi sembrano senz'altro positivi.

Napoli, 3 agosto 2022

**Diego Rossano**

## LA SUPERVISIONE FINANZIARIA DOPO DUE CRISI.

### QUALI PROSPETTIVE\*

*(Financial supervision after two Crisis. What perspectives)*

**ABSTRACT:** *This article examines the socio-political framework affected by uncertainties and questions raised by two crises – financial and economic-sanitary – occurred in the first two decades of this century. We are in a context in which the prospected solutions focus on the concept of sustainability that, in the recent years, has been posed at the centre of cultural debate. This involves the relation between environment and balance of ecosystems, legitimising the possibility of a renewed approach to the natural cycles in line with a new future of living standards. Therefore, the need to assess the legal instruments and regulatory forms of this transition; thus the reference to the ‘sustainable development’ which should be directed, on the one hand, to the frontiers of «circular economy» (which is an essential part of the process aimed to the protection of a clean environment), to the other hand, to the ESG factors (environmental, social and governance) oriented to promote the integration of environmental social and governance criteria in the decision-making processes and risks management.*

*The process of structural innovation of the European Union has resulted in a new system of financial supervision, network of authorities mandated to realise an adequate level of financial integration whereas the mechanisms of cooperation and coordination between national authorities were not suitable. This process has been followed by the creation of the European Banking Union, aimed at establishing a reform process of monitoring tasks on bank intermediaries focused on the centralisation of supervisory powers of the European Central Bank. The current regulatory framework is not exempt from criticisms because these forms of supervision legiti-*

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

*mise the idea that the 'national supervision', after the above mentioned reforms, need to be considered as «implementation of an exclusive competence of the ECB». This casts doubts at the structural level if we consider the expansion of powers of the ECB. Therefore, the configuration of divergencies which, in the case of Italy, present a specific incidence for a correct functioning of supervision.*

*In this light, it is clear that the Italian supervisory authority need to overcome the "crisis", in the past defined a crisis of identity, which has been subject after the delegation of its main functions to the European bodies. As a result, it is advisable a change of attitude, an innovative volunteer to rethink the processes, to search new ways and new techniques to allow the financial sector to go beyond the difficulties encountered from the crises which have characterised the last two decades.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2 Ragioni ed obiettivi di un'indagine sulla supervisione. - 3. Il paradigma disciplinare finanziario a seguito della crisi del 2008...- 4. Segue: ... profili di criticità... - 5. Segue: ...alcune esemplificazioni. - 6. Il recente evento pandemico...- 7. Segue: ...verso una nuova fase critica: la guerra ucraina. - 8. La prospettiva di una politica unitaria europea. - 9. Quali orientamenti per una innovativa supervisione: le indicazioni UE - 10. Segue: ... il caso Italia - 11. Verso una necessaria ridefinizione degli strumenti tradizionali di vigilanza.

1. Il 'secolo XX' in un saggio dello storico britannico Eric Hobsbawm è stato definito 'breve' a causa della coerenza tra gli eventi che lo hanno caratterizzato, nella gran parte condizionati da conflitti e stravolgimenti sociali che si sono susseguiti dalla prima guerra mondiale al crollo del regime comunista<sup>1</sup>. Mi auguro di sbagliare ravvisando anche in questo secolo un addensarsi di concause che potrebbero indurci a constatare la ripetitività dei 'corsi e ricorsi' che contraddistinguono i processi storici.

In poco più di due decenni si sono succedute due crisi - finanziaria la prima ed economico-sanitaria la seconda - che fanno guardare con perplessità l'auspicata

---

<sup>1</sup>Cfr. *Il secolo breve*, Euroclub, 1996.

apertura ad un'era di pace e prosperità per i paesi del pianeta, con cui era stato salutato l'inizio del terzo millennio. Il recente conflitto russo/ucraino - che, sul piano delle concretezze, ha coinvolto anche la nostra Europa e, più in generale, l'intero occidente - rischia di interrompere la ripresa dell'economia mondiale avviata dopo la crisi del Covid-19. Nuove incognite si profilano all'orizzonte e, a fronte di un inevitabile riavvio della 'guerra fredda' tra USA e Federazione russa, si diffonde il timore di una pericolosa stagflazione, simile a quella verificatasi nella seconda metà del secolo scorso.

Si delinea uno scenario pervaso da un'incertezza di fondo che pone agli studiosi di diritto dell'economia pressanti interrogativi in ordine alla probabilità che i rischi testè evidenziati abbiano a realizzarsi. Ed invero, in aggiunta ai danni emergenziali rivenienti dall'evoluzione della pandemia, l'acuirsi di tensioni geopolitiche e degli effetti negativi causati dal conflitto ucraino lasciano intravedere un aumento dei costi delle materie prime - *in primis* del gas e del petrolio - e un conseguenziale rialzo della inflazione dovuta, tra l'altro, all'aggravio di una sopravvenuta crisi energetica. Come correttamente è stato sottolineato in una autorevole sede tecnica, necessita preservare «le catene globali del valore» assicurando «il successo del PNRR [...] cruciale anche per consentire al Paese di vincere le sfide poste dalla transizione digitale ed ecologica, da cui nessun settore dell'economia è esente»<sup>2</sup>.

Da qui l'esigenza di accertare quali debbano essere le vie da percorrere per evitare o, quanto meno, attenuare i pericoli che connotano il presente momento storico; è compito della ricerca, infatti, verificare se, in una prospettiva di lungo periodo, sia configurabile un 'ritorno alla normalità', segnato dalla pace e dal superamento delle crisi economico-finanziarie.

Va da sé che è nella piena consapevolezza di noi tutti la difficoltà di un progetto siffatto, orientato a superare gli interessi di parte, le diversità, le disuguaglian-

---

<sup>2</sup>Così VISCO, *Intervento* al 28° Congresso ASSIOM FOREX, Parma, 12 febbraio 2022, bozze di stampa p. 18.

ze. Tuttavia, è bene far presente che ogni indagine volta a offrire un contributo alla realizzazione di un programma di studi finalizzato nei termini di cui sopra deve essere supportata dalla fiducia nelle intrinseche qualità degli uomini e, dunque, dalla certezza che questi sono capaci di vincere i pregiudizi di religione e di razza, di attivare periodi di straordinario progresso scientifico, di rilancio economico e di benessere, con ovvi mutamenti positivi nelle relazioni sociali e culturali.

2. Nel riferimento a quanto si è detto, volendo circoscrivere la ricerca all'analisi del settore economico-giuridico, di certo tra i più interessati dagli eventi di crisi di cui si è detto, appare necessario muovere dalla identificazione del perimetro entro il quale contenere un'indagine che si prefigga l'obiettivo di una rivisitazione costruttiva della incidenza dei mutamenti in atto sulla struttura dell'ordinamento finanziario nazionale ed europeo.

Al riguardo, occorre premettere che da alcuni anni - a fronte di un'innegabile trasformazione nelle modalità di gestione dei servizi e delle forme organizzative che connotano l'*agere* degli appartenenti al settore finanziario - l'uso dei sistemi informativi (nell'analisi automatica dei dati raccolti) pone rilevanti problematiche che connotano la fenomenologia operativa, segnando il nuovo quadro delle relazioni intersoggettive. Ciò ha dato vita ad un processo di *transizione* degli appartenenti al settore, tenuti ad affrontare una singolare svolta nella definizione del *business* e delle strutture. Il cambiamento tecnologico e, in particolare, l'affermazione del *digitale* aprono lo sguardo su 'nuove frontiere', mostrandoci quali e quante siano le vie perseguibili nell'inarrestabile crescita dell'uomo moderno.

Più in generale, a livello di sistema, si è in presenza del passaggio da un capitalismo di stretta marca liberistica, volto a mercificare ogni cosa, ad un altro (che potremmo definire tendenzialmente solidale) che guarda all'uomo, rispettandone la dignità e avendo cura dei valori a fondamento della sua esistenza.

Si delinea un contesto nel quale le soluzioni prospettate fanno perno sul

concetto di *sostenibilità*, formula magica che, negli ultimi anni, è stata posta al centro del dibattito culturale. Essa ha riguardo al rapporto tra ambiente ed equilibrio degli ecosistemi del pianeta, legittimando la possibilità di un rinnovato approccio ai cicli naturali in linea con la progettazione di un futuro modo di vivere. In tale logica è dato configurare la possibilità di uno *sviluppo* sostenibile, realizzato nel riferimento ad una *finanza* che risulti caratterizzata in analoga maniera.

Si è, dunque, in presenza di una situazione complessiva nella quale, come auspico molti lustri or sono, «i problemi dello sviluppo *sostenibile* denotano peculiare rilevanza soprattutto con riguardo alla dimensione etica di un possibile cambiamento, che [...] si traduc[a] in libertà da un bisogno che opprime e rende inaccettabile il livello di vita»<sup>3</sup>.

Consegue l'esigenza di orientare le indagini alla verifica delle forme giuridiche e delle modalità tecniche della *transizione* al nuovo, coniugando i fattori che intervengono nelle variazioni della sistematica politica e giuridico-economica con l'indicato mantra; donde la riferibilità ad uno 'sviluppo sostenibile' che dovrà essere ricondotto, per un verso, alle *nuove frontiere* dell'«economia circolare» (che costituisce parte integrante del processo volto alla salvaguardia di un ambiente sano e pulito), per altro ai fattori ESG (*enviromental, social & govenrnance*) destinati a promuovere l'integrazione di criteri ambientali, sociali, e di *governance* nelle decisioni di finanziamento/ investimento e nella gestione dei rischi, indirizzando le valutazioni degli operatori verso obiettivi sostenibili.

Le considerazioni in parola inducono a riflettere sul ruolo delle autorità di vigilanza le quali se, per un verso, in presenza di un significativo cambiamento dei contenuti dell'attività bancaria sono sempre più impegnate a identificare e presidiare i rischi che gli indicati mutamenti possono generare, per altro devono confrontarsi con la nuova configurazione dell'impianto sistemico della supervisione crediti-

---

<sup>3</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, p. 17.

zia, recata dalla regolazione UE. Sicché, nell'ultimo decennio, si riscontrano significative modifiche nell'azione interventistica dei vertici dell'ordinamento finanziario protesi a conformare l'ordine giuridico del mercato ai processi innovativi che hanno profondamente modificato l'operatività degli appartenenti al settore.

Da qui la necessità di ripensare le forme tecniche che contraddistinguono la supervisione finanziaria; e ciò non solo per adeguarne la funzione alle innovazioni di sistema introdotte in sede UE a seguito degli eventi di crisi succedutisi negli ultimi decenni, bensì per verificare se l'adeguamento alle medesime in ambito domestico sia avvenuto con modalità appropriate e, dunque, in linea con l'obiettivo di conseguire un razionale punto di equilibrio nel governo di una realtà sempre più complessa.

Mi riferisco, in particolare, all'esigenza di accertare alcuni profili distonici della supervisione finanziaria che, sul piano operativo, può apparire supinamente adesiva a talune indicazioni dell'Unione o, più esattamente, poco propensa ad avvalersi dei benefici di una dialettica aperta a valutazioni critiche che evitino una sostanziale perdita del senso di responsabilità.

Sotto altro profilo, ravviso l'opportunità di ricercare significativa coerenza con i principi fondanti dell'attività di vigilanza vuoi nella ridefinizione degli strumenti tradizionali della stessa, vuoi nell'utilizzo per finalità di controllo dell'azione posta in essere da organismi istituzionali altri, che pertanto allocano al di fuori del suo apparato ordinamentale. Ciò in una logica sistemica volta, dal lato del mercato, a conferire maggiore *autonomia* decisionale agli intermediari, ai quali vanno oggi richiesti livelli crescenti di professionalità, nonché a sollecitare ai vertici autoritativi nuove forme di interazione con gli istituti che, sul piano delle concretezze, con essi collaborano, se del caso ricercando anche innovative forme di *internalizzazione* dell'attività da questi ultimi realizzata.

Va da sé che, a monte di ogni possibile riforma del quadro disciplinare in esame, si colloca la indispensabile riforma in sede UE dei Trattati europei, la cui ap-

plicazione - com'è noto - è attualmente sospesa in conseguenza della crisi pandemica. La necessità di procedere ad una riforma del 'patto di stabilità' è stata di recente ribadita anche dai vertici della BI, che hanno suggerito di accompagnarla ad uno 'strumento' da utilizzare in caso di necessità per «finanziare progetti comuni di carattere eccezionale o concorrere alla stabilizzazione macroeconomica dell'area in risposta a shock di particolare entità»<sup>4</sup>. È difficile, se non addirittura impossibile, fare previsioni al riguardo, le quali dipendono essenzialmente dal grado di coesione raggiunto dagli Stati membri; quel che appare certo è l'*input* all'affermazione di uno spirito solidaristico registrato dall'approvazione del *Next generation UE*, confermato recentemente, in occasione della guerra ucraina, da un'unitarietà d'intenti nel prestare aiuti ed accoglienza alla popolazione di un Paese ingiustamente colpito.

Naturalmente, non posso esimermi dall'auspicare una congrua modifica del "patto di stabilità" (la cui sospensione è stata prorogata fino al 2023), resa necessaria dalle tristi previsioni di un arretramento del processo di sviluppo a causa della crisi energetica e delle altre implicazioni negative del nominato conflitto bellico<sup>5</sup>. La prospettiva di un possibile, nuovo periodo di *austerity*, infatti, finirebbe con l'aggravare la precaria situazione che oggi si presenta ai nostri occhi, con ovvi effetti negativi al presente non calcolabili.

Da qui l'auspicio, formulato da numerosi studiosi, di evitare l'imposizione di vincoli che impediscono l'incremento delle filiere di produzione e di valore dovuti alla creatività (soprattutto tecnologica) che in ambito finanziario può espletare una azione feconda per lo sviluppo della collettività.

---

<sup>4</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione per l'anno 2021, Considerazioni finali*, p. 8. Tale strumento dovrebbe reperire le risorse «attraverso l'emissione di debito dell'Unione per trasferirle ai paesi membri affinché le impieghino con criteri e per scopi concordati a livello europeo».

<sup>5</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *REPowerEU: Joint European action for more affordable, secure and sustainable energy*, visionabile su [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_22\\_1511](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_1511), documento nel quale si precisa che «l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha aggravato la situazione della sicurezza dell'approvvigionamento e portato i prezzi dell'energia a livelli senza precedenti».



3. Come ho sostenuto in altre occasioni, governare la complessità, che caratterizza il presente momento storico, è opera estremamente difficile. Essa sottopone a dura prova i paradigmi tradizionali del diritto dell'economia: intermediazione, mercato, sistema dei controlli pubblici, scuotendo consolidati orientamenti interpretativi. L'analisi desta perplessità, anche a causa di una regolazione che, per un verso, non aiuta la semplificazione dei processi economici, per altro ritarda la fissazione di un compiuto quadro disciplinare dell'innovazione finanziaria, che è oggetto per solito di mere 'indicazioni guida' da parte delle autorità di settore. Di fondo, si individuano le distonie di una politica che sembra aver dismesso il suo ruolo istituzionale non essendo adeguatamente attenta ai reali bisogni della società civile, bensì protesa ad approfittare, per evidenti fini di competitività elettorale, del generalizzato senso di scontento e indignazione che pervade la popolazione.

Per procedere alla rivisitazione del paradigma dell'operatività bancaria necessita muovere dall'analisi della costruzione normativa originariamente fissata nel sistema disciplinare dell'anno 1936 e seguenti e, poi, ridefinita a seguito del recepimento delle 'direttive comunitarie' nel TUB del 1993. Si è passati - com'è noto - da forme di vigilanza *strutturale* ad altre di tipo *prudenziale* e, più precisamente, da una regolazione che riconosceva ampi poteri discrezionali all'autorità di settore nel cd. processo di *amministrativizzazione* del credito ad un'altra incentrata su un controllo 'obiettivo' che ha riguardo alla prevenzione del rischio, cui appare strettamente connessa la solvibilità degli intermediari bancari<sup>6</sup>. La clausola della «sana e prudente gestione» consacra il modello di supervisione adottato nel TUB: su di essa viene parametrata la valutazione delle condotte degli intermediari orientate agli obiettivi dell'azione di vigilanza, in una logica che tiene conto della intrinseca mutevolezza che è dato riscontrare nelle variegate fattispecie in osservazione.

Agli inizi di questo millennio si era, dunque, in presenza di un apparato disci-

---

<sup>6</sup>Cfr. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, p. 131 ss; MASERA, *Il rischio e le banche*, Milano, 2001, *passim*, in particolare Cap. I; BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006, *passim*.

plinare nel quale l'aggregazione tra poteri di normativa secondaria, controllo sull'attuazione di quest'ultima ed applicazione di eventuali misure sanzionatorie avveniva *in-house* presso la Banca d'Italia, la quale di fronte all'autorità politica (titolare di un potere di *direzione*) era responsabile del corretto svolgimento della attività creditizia.

L'intensificarsi dei rapporti finanziari in ambito UE fa avvertire la necessità di procedere ad un rinnovamento dell'azione di vigilanza bancaria a livello europeo; rinnovamento che, nella sua realizzazione, deve costantemente confrontarsi con il costo-opportunità connesso al perseguimento di più efficienti meccanismi di collaborazione tra le autorità a livello internazionale. Bisognerà, peraltro, attendere la grande crisi finanziaria degli anni 2008 e seguenti per addivenire ad importanti modifiche strutturali della architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo.

Il processo di innovazione strutturale dell'UE, avviato a seguito della nominata crisi, ha condotto in un primo tempo alla definizione di una significativa modifica della architettura dell'ordinamento finanziario europeo. I vertici di quest'ultimo, infatti, sono stati articolati su due pilastri costituiti, il primo, dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con a capo il Presidente della BCE (incaricato di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi 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<sup>7</sup>. La crisi finanziaria - che ha turbato l'equilibrio economico di numerosi paesi dell'Unione - ha agito da catalizzatore nel predisporre adeguati presidi di vigilanza contro i rischi macrosistemici; essa, infatti, ha messo in evidenza la limitata efficacia delle forme di

---

<sup>7</sup>Cfr. tra gli altri FERRAN, *Understanding the New Institutional Architecture of Eu Financial Market Supervision*, in *Legal Studies Research. Paper Series*, University of Cambridge, Faculty of Law, n. 20/2011, p. 34 ss.; GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea (Sistema delle fonti e modelli teorici)*, Padova, 2012, *passim*; CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, p. 867 ss.; TROIANO, *Interactions Between EU and National Authorities in the New Structure of EU Financial System Supervision*, in *Law and Economics Yearly Review*, n. 1/2012, p. 104 ss. visionabile su [www.laweconomicsyearlyreview.org.uk](http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk).

vigilanza nazionale, dovuta alle difficoltà di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici.

Si è addivenuti così all'istituzione del nuovo sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), *network* di autorità incaricate della supervisione che, come puntualmente è stato sottolineato in dottrina, ha consentito di realizzare un adeguato «grado di integrazione finanziaria [...] laddove i meccanismi di cooperazione e coordinamento tra autorità nazionali [...] (erano) [...] risultati inidonei a [...] conseguire modelli omogenei di controllo sulle attività economiche nella Unione»<sup>8</sup>. A detto complesso autoritativo è affidato il compito di assicurare la stabilità finanziaria, necessario presupposto per creare la *fiducia* nei mercati ed un adeguato livello di protezione dei consumatori di servizi finanziari; finalità che vengono perseguite attraverso una struttura a rete che si articola tra le menzionate amministrazioni di controllo europee e quelle nazionali che tra loro collaborano sulla base di un principio di leale collaborazione<sup>9</sup>.

Ciò, con la conseguenza di determinare un primo spostamento del baricentro della supervisione finanziaria verso l'Europa; esso tuttavia non appare, in un primo momento, destinato a modificare lo svolgimento dell'attività di vigilanza in ambito domestico. A ben considerare il complesso disciplinare che fa capo alle indicazioni elaborate dal Gruppo di lavoro guidato da J. de Larosière - orientato al superamento delle criticità riscontrabili in presenza di una legislazione nazionale che non era stata in grado di sottoporre a controllo l'operatività *cross-border* - appare coerente con l'impianto sistemico disposto dall'art. 5 TUB, destinato ad esaurire la sua efficacia in un contesto domestico. Ed invero, gli *standards* fissati in sede UE appaiono volti ad integrare e completare i presidi posti a tutela degli interessi pubblici perseguiti dal legislatore nazionale.

---

<sup>8</sup>Così PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2012, I, p. 54.

<sup>9</sup>Cfr. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, p. 573).

Per converso le cose cambiano allorché viene fatto un significativo passo in avanti sulla via della unitarietà disciplinare e della integrazione in ambito europeo con la creazione dell'*Unione Bancaria Europea*, finalizzata ad attivare un processo riformatore volto ad innovare le modalità di esercizio del controllo sugli intermediari bancari. Più in particolare, può dirsi che il legislatore europeo è stato mosso dalla convinzione che solo una globale rivisitazione delle regole da cui è disciplinata la finanza può ritenersi idonea ad avviare adeguate forme di risanamento<sup>10</sup>.

La costruzione disposta dal regolatore - nel riferimento alla statuizione dell'art. 127 TFUE (in base alla quale è consentito al Consiglio UE di deliberare alla unanimità, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale, l'affidamento alla BCE di "compiti specifici di vigilanza prudenziale" sugli enti creditizi) - è incentrata su tre pilastri, tra i quali il '*Meccanismo di vigilanza unico*', identifica la nuova formula interventistica finalizzata alla stabilità finanziaria dell'UE.

Com'è noto, con essa è stato attuato uno spostamento della supervisione dalle autorità nazionali alla BCE; in proposito è bene sottolineare che se, a livello formale, detta traslazione di funzioni riguarda la sola categoria di banche *significantive* (i.e. con trenta miliardi di attivo), su un piano sostanziale appare indubbio che detta istituzione finanziaria dell'Unione abbia, fin dall'inizio della sua attività di supervisione, mostrato un'ampia capacità espansiva dei relativi poteri che le ha conferito una centralità ed una primazia di certo superiore rispetto a quella rappresentata in sede costitutiva dai regolamenti n. 1024/2013/UE e n. 468/2014/BCE<sup>11</sup>.

4. Ciò posto, non posso qui omettere di evidenziare alcuni profili di criticità che inducono a individuare i limiti della costruzione disciplinare in parola, la quale

---

<sup>10</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, 2013, I, p. 5 ss.

<sup>11</sup>Cfr. LEMMA, «*Too big to escape*»: *un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del Single Supervisory Mechanism*, nota a Tribunale dell'Unione Europea, sentenza del 16 maggio 2017 nella causa T-122/15, in *Riv. Trim. Dir Econ.*, 2017, II, p. 75 ss.

denota per certi versi aspetti di inadeguatezza, o comunque di obsolescenza, che dovrebbero sollecitare opportune modifiche della stessa.

In primo luogo, occorre premettere la circostanza che nel momento in cui l'Europa è stata colpita dalla 'grande crisi' degli anni 2008 e seguenti sia stato il ricorso alla "finanza" a consentire di superare le *turbolenze* economiche che all'epoca frenavano il circuito della ripresa. In tale contesto si colloca l'azione svolta dalla BCE con le note *operazioni non-convenzionali*<sup>12</sup> e, più in generale, la progressiva tendenza della medesima ad espandere le sue funzioni, quasi a voler riempire i vuoti della «Banca che ci manca», come scriveva Piero Ciocca due lustri or sono con evidente allusione alla sostanziale carenza di una banca centrale europea<sup>13</sup>. Nel contempo si spiega la ragione per cui il regolatore europeo ha sentito il bisogno di riconoscere alla nominata istituzione, in aggiunta alla sovranità monetaria, anche quella concernente la supervisione bancaria.

La riforma in esame, nel conferire la vigilanza alla BCE, si configura coerente con il carattere unitario del fenomeno «moneta/credito», consentendo interventi che conferiscono peculiare validità all'azione di controllo. Opportune indicazioni al riguardo vengono dal passato, e precisamente dagli anni Settanta del Novecento, allorché nel nostro Paese è stato sperimentato con successo l'utilizzo di strumenti relativi al «governo del credito» per finalità di politica monetaria, in linea con l'esigenza di contenere una forte tendenza espansiva della liquidità causata da un intenso processo inflazionistico<sup>14</sup>.

A ciò si aggiunga *l'univocità del comando* - espressione della posizione ascritta alla BCE dalla normativa europea - particolarmente idonea a contrastare vecchi stereotipi e vecchie tensioni e, dunque, orientata alla predisposizione di una «vigi-

---

<sup>12</sup>Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino Mensile*, luglio 2011, da p. 57 a p. 72 in cui vengono precisate le varie forme tecniche in cui si articola detto intervento della BCE; in letteratura v. CAPRIGLIONE e SEMERARO, *Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2011, I, p. 257 ss.

<sup>13</sup>Cfr. CIOCCA, *La banca che ci manca*, 2014, Roma, *passim*.

<sup>14</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea*, Torino, 2013, *passim*.

lanza bancaria conforme a *standard* comuni di livello elevato in tutta la zona euro»<sup>15</sup>. Ad essa dovrebbe conseguire, infatti, una convergenza tra i meccanismi di controllo (soprattutto in materia di sistemi informativi), correlata alla unificazione dei poteri d'intervento, donde una parità di posizioni dei soggetti abilitati preordinata all'obiettivo di un'uguaglianza sostanziale tra loro (cui si ricollegano elevati 'livelli di concorrenza' che dovrebbero promuovere innovativi schemi di condivisione).

Va da sé che il superamento della frammentazione delle forme di controllo - nel ricondurre in capo alla BCE gli interventi tipici dell'azione di supervisione (*i.e.* prevenzione dei rischi, autorizzazione all'operatività di nuovi enti creditizi, valutazione delle partecipazioni qualificate, accertamento dei requisiti patrimoniali minimi, verifica della adeguatezza del capitale) - dovrebbe avvenire in modalità che non facciano andare disperso il patrimonio conoscitivo delle autorità nazionali di supervisione. Conseguentemente è dato supporre che il ridimensionamento di queste ultime (da attuare previa riduzione dei relativi margini di discrezionalità) necessiti di un processo graduale, nella sostanza rispettoso del loro ruolo storico. In tale contesto, va ascritto specifico rilievo alla «collaborazione» prestata dalle autorità in parola all'istituzione posta al centro del 'meccanismo unico'. Sicché, l'attività da esse svolta - pur assumendo valenza strumentalmente nei confronti della funzione decisionale rimessa alla BCE (nell'assunzione di provvedimenti idonei a creare condizioni favorevoli allo sviluppo) - non può compendiarsi in forme di *subordinazione* che ne ridimensionano l'autonomia e l'apporto partecipativo.

Ne consegue che il paradigma disciplinare dianzi rappresentato, ove valutato nelle sue forme applicative, per un verso mostra una sorta di inadeguatezza rispetto alle finalità sottese alla creazione dell'UBE, per altro si presta ad interpretazioni distorsive da parte delle autorità domestiche, con ovvia incidenza critica sulle modali-

---

<sup>15</sup>Cfr. Relazione alla 'Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio', documento COM(2012) 511, paragrafo n. 1.

tà in cui i poteri della BCE dovrebbero relazionarsi rispetto all'azione di queste ultime.

Si individuano i limiti del carattere pervasivo della unitarietà delle forme di controllo, donde il legittimo convincimento che la 'supervisione nazionale', a seguito delle menzionate riforme della regolazione speciale, debba considerarsi ormai come «attuazione decentrata di una competenza esclusiva della BCE». Ciò con le ovvie conseguenze critiche a livello di sistema, ove si consideri la tendenza espansiva dei poteri della BCE <sup>16</sup>.

Volendo, a titolo esemplificativo, identificare in questa sede solo alcuni aspetti distonici, riscontrati in questi anni, è bene distinguere tra le possibili implicazioni negative dovute a forme di supina accettazione, da parte delle autorità nazionali, di taluni *input* disciplinari dati dai vertici della BCE, da quelle che potremmo definire *discrasie* normative rinvenibili in alcune ingiustificate diversità tra la regolazione europea e quella nazionale; ipotesi che, ovviamente, mi limiterò ad analizzare con esclusivo riferimento al caso Italia. Inoltre ravviso opportuno segnalare anche una distonia applicativa, che - a differenza di altre - presenta una peculiare incidenza a livello di corretta esplicazione dell'attività di vigilanza.

5. Al fine di una compiuta valutazione del problema dianzi rappresentato occorre aver riguardo alla situazione di difficoltà incontrata dall'autorità di settore, costretta a dibattersi tra la crisi economica e la sostanziale inadeguatezza delle procedure di risoluzione previste dalla direttiva 2014/59/UE. A ciò si aggiungano le incertezze rivenienti dalla mancata realizzazione del «sistema europeo di garanzia dei depositi» e il timore di rischi reputazionali connessi alla carenza di una diffusa *cultu-*

---

<sup>16</sup>Cfr. LEMMA, op. ult. cit., p. 81 ss, ove si riporta la tesi del citato Tribunale dell'Unione Europea che, nei rapporti tra BCE e banche nazionali, esclude la compresenza di due forme d'intervento: l'una europea (per gli enti creditizi significativi) e l'altra domestica (per gli altri); per tal via confutando l'opinione (v. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impresa società*, 2015, p. 80 ss) secondo cui «la vigilanza sulle banche "locali" alle autorità nazionali... non significa che...(queste)... perdono ogni potestà ... (in quanto)... esse hanno un ruolo importante nel nuovo sistema di vigilanza unico»

ra di mercato, che assuma come fisiologico il fallimento delle imprese bancarie.

A) In tale scenario può trovare spiegazione la incondizionata accettazione da parte dell'autorità di supervisione domestica delle indicazioni dei vertici della BCE relative al *favor* per le aggregazioni tra banche in vista del conseguimento di una «grande dimensione»<sup>17</sup>. E' evidente come tale obiettivo sia ritenuto funzionale al superamento di situazioni di crisi nel presupposto che le banche di grandi dimensioni presentino caratteristiche di efficienza e resilienza maggiori rispetto a quelle medio piccole; tesi avversata dalla dottrina secondo cui la biodiversità in ambito bancario rappresenta il modello organizzativo più adeguato alle dimensioni delle imprese industriali, che in Italia vedono la prevalenza delle PMI<sup>18</sup>.

Mi riferisco, in particolare, all'applicazione della legge n. 49 del 2016, con cui è stato innovato il regime disciplinare delle BCC, costrette a partecipare a un 'gruppo bancario cooperativo' e, per tal via, traslate in un organismo di grandi dimensioni. Ne è conseguito un forzato abbandono della loro specificità operativa orientata alle PMI, nonché la sottoposizione delle medesime al controllo della BCE, cui fa riscontro l'atteggiamento della Banca d'Italia, contraria ad un'innovativa azione del legislatore su tale materia, desumibile dalle parole del Governatore Visco "diffido

---

<sup>17</sup>Cfr. Intervista ad ENRIA, pubblicata sul *Rapporto annuale della BCE sull'attività di vigilanza 2020*, visionabile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annual-report/html/ssm.ar2020~1a59f5757c.it.htm>. Valutazioni critiche a questo orientamento di politica bancaria sono state da me formulate in una Audizione parlamentare presso la 'Commissione d'inchiesta sulle banche', svolta in 15 febbraio 2022, pubblicata in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2021, I, p. 496 ss.

L'adesione della Banca d'Italia a tale tesi, ribadita in più occasioni, è stata da ultimo confermata nelle recenti *Considerazioni finali* del 2022, nelle quali si sottolinea che «il deterioramento della situazione congiunturale potrebbe avere conseguenze di rilievo per le banche ...medio-piccole, su cui già pesano difficoltà nell'azione di contenimento dei costi e che faticano a beneficiare di economie di scala» (p.17).

<sup>18</sup>Cfr. per tutti MASERA, *Le banche regionali nel nuovo quadro regolamentare europeo e in un confronto con gli Stati Uniti*, Convegno Assbank – Acri, 2014.

In argomento va fatto presente che, fin dalla legge bancaria del 1936, uno dei cardini fondanti del sistema finanziario italiano è stato il pluralismo bancario, cui fa riscontro nell'area euro un numero molto elevato di banche *non significant*, che nel 2020 ammontava a 2400 soggetti (l'80% dei quali in Germania e in Austria).



molto dell'importanza delle banche del territorio"<sup>19</sup>. Con tutta probabilità la nostra autorità di controllo ha ritenuto tali banche esposte, più delle altre, al rischio di dissesto; donde la posizione critica assunta da me e da altri studiosi che hanno definito come *dimissionaria* la linea strategica in parola, la quale di certo si contraddistingue in negativo rispetto alla politica interventistica in passato seguita dall'organo di vigilanza italiano.

Va da sé che l'adozione di siffatta strategia interventistica incide sulle modalità d'esercizio dell'attività di supervisione; al discarico di responsabilità connesso al trasferimento di quest'ultima alla BCE si collega, infatti, un'attenuazione della tradizionale attenzione dell'Organo di vigilanza per le difficoltà degli appartenenti al settore. Viene meno, quindi, uno dei cardini della sistematica finanziaria che, in tempi lontani, aveva indotto un alto esponente della Banca d'Italia a inquadrare quest'ultima alla stregua di ente «esponenziale» degli interessi del settore del credito<sup>20</sup>.

Appare necessaria l'adozione di un criterio interpretativo rispondente ad una corretta logica distributiva dei poteri connessi alla funzione; per cui, nel rispetto delle indicazioni disciplinari stabilite in sede europea, sarebbe opportuno - una volta superato il carattere di «regolazione d'emergenza», ascrivibile alla fase iniziale degli interventi normativi di cui trattasi - che l'autorità italiana attuasse una maggiore apertura dialettica con le autorità UE. Ciò consentirebbe al nostro Organo di vigilanza di verificare nel *continuum* la congruità degli orientamenti della BCE; pervenendo - in presenza di indicazioni tendenzialmente lesive degli interessi di alcune categorie di enti creditizi - ad opzioni diverse e/o anche contrarie a quelle dell'autorità europea, come del resto si registra in taluni Stati membri (Austria, Germania e Spagna) nei quali non è stato ridotto il numero delle banche cooperati-

---

<sup>19</sup>Cfr. *Intervista* alla rivista *the Banker*, 6 ottobre 2020 visionabile su <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/intervista-del-governatore-visco-a-the-banker-financial-times-e-il-sole-24-ore/?com.dotmarketing.html> page. *langua-ge*.

<sup>20</sup>Cfr. DE VECCHIS, *Commento sub artt. 20 ss. l.b.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, tomo I, p. 197.

ve.

A ben considerare, un innovativo rapporto tra il vertice dell'ordinamento finanziario europeo e gli organi di vigilanza nazionali appare necessario non solo per temperare la «limitazione di sovranità» insita nell'attivazione dell'SSM, quanto per realizzare un eguale ridimensionamento delle forme di controllo domestico in ambito UE<sup>21</sup>. Verrebbe meno, in tal modo, la mancanza di parità nell'Unione tra le posizioni dei soggetti abilitati, i quali dovrebbero essere orientati al raggiungimento di obiettivi di uniformità ed uguaglianza tra loro, ai quali si ricollegano 'livelli di concorrenza' elevati e 'convergenze' volte a promuovere innovativi schemi di condivisione e, più in generale, la realizzazione di condizioni di stabilità e progresso<sup>22</sup>.

B) Sotto altro profilo, rileva la problematica correlata alla presenza nel nostro sistema finanziario di un'ingente massa di crediti deteriorati causata dalla crisi del 2008. Al riguardo desta perplessità una proposta dall'UE che potremmo definire distonica in quanto disancorata da una adeguata comparazione tra le forme tecniche esperibili per liberare i bilanci delle banche dall'onere costituito da tali crediti, che - ad avviso della stessa Banca d'Italia - si traducono in una «forma di compressione degli utili e minore capacità di raccogliere nuove risorse sul mercato»<sup>23</sup>.

Mi riferisco alla ipotizzata costituzione di una *bad bank* in sede UE, all'uopo configurando una struttura che faccia capo alla BCE, destinata a sostituire le forme operative attualmente poste in essere (*i.e.* cartolarizzazioni e costituzione di fondi di Npl e Utp) da soggetti privati, ai quali si affianca una s.p.a. specializzata nel settore, denominata *Asset Management Company* (AMCO), che fa capo al MEF<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup>Cfr. IBRIDO, *L'Unione bancaria Europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, p. 167.

<sup>22</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Unione monetaria, ruolo della BCE*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Vicenza, 2016, p. 550.

<sup>23</sup>Cfr. *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPL) del sistema bancario italiano - Domande e risposte*, visionabile su [www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html](http://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html).

<sup>24</sup>Cfr. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional "bad bank"*, pubblicato sul *Financial Times* del 26 Ottobre 2020. Si fa presente che l'attuale esponente del SSM fin dal 2017, da presidente dell' aveva

La creazione di uno strumento siffatto - per quanto guardata con favore da un autorevole studioso sulla base della considerazione che la *bad bank* costituisce «un ponte per i divari intertemporali connessi alla non efficienza dei mercati»<sup>25</sup> - presenta profili di difficile praticabilità, che inducono a guardare con perplessità la sua introduzione nella sistemica finanziaria UE. Come ho già puntualizzato in altra sede, si è in presenza di un disegno interventistico nel quale non si valutano adeguatamente né la possibilità di ottenere risultati analoghi a quelli conseguibili con sistemi alternativi alla soluzione prospettata, né le implicazioni connesse all'utilizzo da parte della BCE di tale organismo alla stregua di uno strumento di vigilanza<sup>26</sup>.

Nello specifico, rilevano le gravi distonie funzionali che si individuano in relazione ai criteri adottati per la identificazione degli Npl da apportare alla *bad bank* e, dunque, per la valorizzazione degli stessi. Ed invero, qualora venga adottato un parametro unitario per l'intera eurozona, il prezzo dei crediti deteriorati scunterebbe condizioni che dipendono in larga parte dalle tempistiche all'uopo previste dal sistema giudiziario nazionale, con ovvia incidenza negativa sulle condizioni di parità concorrenziale in cui dovrebbero operare gli enti creditizi europei.

Sotto altro profilo, rileva l'ipotesi in cui l'autorità intende procedere ad una pronta e totale eliminazione dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche; donde la riferibilità: (a) alle norme introdotte dalla BCE con il *calendar provisioning* (che impone accantonamenti particolarmente tempestivi sui crediti deteriorati limitando i poteri discrezionali dell'ente bancario); (b) all'indice *Npl ratio* per l'individuazione del limite massimo di crediti deteriorati che possono permanere nei bilanci delle banche. In tale eventualità, come ha sottolineato l'AD di Mediobanca, Alberto Nagel, in un'audizione parlamentare assimilando l'introduzione di una *bad bank* ad

---

proposto la creazione di una AMC a livello paneuropeo, cfr. EBA, *AMCs and the cleansing of EU banks' balance sheets*”, Londra, 4 luglio 2017.

<sup>25</sup>Cfr. MASERA, *Per una bad bank europea*, Keynote speech al Congresso nazionale di giurimetria, banca e finanza, NPL&UTP, Alma Iura, Verona, 13 ottobre 2020.

<sup>26</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, p. 13 ss, in particolare p. 40 ss.

una «una bomba atomica»<sup>27</sup>. Si pensi, infatti, alla interazione negativa tra l'obbligo imposto alle banche di «ripulire i bilanci» da crediti di ingente ammontare (si da azzerarne il valore in un ristrettissimo arco temporale) e la contestuale necessità di dover procedere ad una immediata ricapitalizzazione (per sopperire alle perdite in tal modo registrate).

C) Altro aspetto di incertezza operativa riguarda la normativa applicabile in tema di accertamento dei requisiti di idoneità degli esponenti bancari di cui all'art. 91 della direttiva n. 2013/36/UE (modificata dalla direttiva UE 2019/878 nell'ambito del pacchetto legislativo CRR/CRD IV). Ciò in quanto la citata direttiva contempla gli *standard* di professionalità e onorabilità senza fornire indicazioni sui criteri da utilizzare e sul tipo di procedura di vigilanza da seguire (ad esempio: approvazione *ex ante* delle nomine da parte delle autorità di vigilanza ovvero loro notifica a queste ultime *ex post*).

Ne consegue che la BCE - tenuta, ai sensi dell'art. 4, par. 3, primo comma, del regolamento (UE) n. 468/2014 sull'SSM, ad applicare tutto il diritto dell'Unione (ivi compreso quello riveniente dal recepimento di direttive europee) - nelle decisioni in tema di professionalità e onorabilità dovrà fare riferimento ai requisiti sostanziali fissati nella normativa nazionale (vincolante) che dà attuazione all'art. 91 dianzi citato. Orbene, trattandosi di una disposizione di *armonizzazione minima*, tale norma è stata recepita in maniera differente nei 19 paesi dell'area dell'euro, con l'ovvio risultato di dover escludere l'uniformità disciplinare necessaria per fini di coerenza sistematica<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup>Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, XVIII Legisl., *Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, Seduta n. 23 di mercoledì 9 settembre 2020, resoconto stenografico, 13.

<sup>28</sup>Cfr. BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*, visionabile su [www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fap\\_guide\\_201705\\_rev\\_201805.it.pdf](http://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.fap_guide_201705_rev_201805.it.pdf).

D) Un altro significativo caso di sostanziale divergenza normativa tra i paesi UE si riscontra nel fatto che la BCE, congiuntamente ai poteri di vigilanza previsti dal citato regolamento sull'SSM o dalle norme sui requisiti patrimoniali per il settore bancario (CRR I e II e CRD IV e V)<sup>29</sup>, ne esercita altri sanciti dalle legislazioni nazionali e non espressamente previsti dal diritto dell'Unione. Tali requisiti non sono, quindi, armonizzati a livello europeo e si applicano soltanto alle banche del paese in cui vi-ge la legislazione che li contempla (i.e. fusioni bancarie, acquisizioni o cessioni di attività o passività)<sup>30</sup>; donde l'evidente differenza disciplinare che si registra in dette ipotesi.

Mi astengo dall'elencare ulteriori fattispecie disciplinari che confermano i riscontri critici evidenziati con riguardo alla regolazione europea in tema di supervisione finanziaria. Mi sembra, tuttavia, opportuno chiudere questa breve rassegna dei casi in cui la supervisione evidenzia una distonia applicativa in ambito europeo, segnalando una grave incoerenza che si riscontra nell'esplicazione dell'attività ispettiva, notoriamente a fondamento delle forme tecniche del controllo bancario.

Intendo riferirmi ai cd. *Joint Supervisory Teams* (JSTs), gruppi di vigilanza congiunti, che rappresentano una delle principali forme di cooperazione tra la BCE e le autorità nazionali. Essi sono finalizzati a promuovere una 'cultura di supervisione comune', da attuare tramite approcci di vigilanza che assicurino agli enti significativi forme di controllo coerenti, fondate su esami comprensivi anche di un piano delle ispezioni *in loco*<sup>31</sup>. A ben considerare, la composizione complessiva di tali *teams* e la loro organizzazione - formata da personale della BCE e delle autorità di vigilanza nazionali competenti, nonché delle autorità dei paesi in cui sono stabiliti gli enti credi-

---

<sup>29</sup>Cfr. CONSIGLIO EUROPEO, *Requisiti patrimoniali per il settore bancario*, con cui si è data attuazione all'accordo Basilea III - vale a dire le norme sull'adeguatezza patrimoniale delle banche concordate a livello internazionale - introducendolo nella normativa dell'UE, visionabile su <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements>.

<sup>30</sup>Cfr. BCE, *Poteri nazionali esercitati dalla BCE*, visionabile su [https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/tasks/national\\_powers/html/index.it.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/tasks/national_powers/html/index.it.html).

<sup>31</sup>Cfr. BCE, il documento intitolato *Joint Supervisory Teams*, visionabile su [www.bankingsupervision.europa.eu/banking/approach/jst/html/index.en.html](http://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/approach/jst/html/index.en.html).

tizi, le filiali bancarie o le succursali transfrontaliere significative di un gruppo bancario - sono divenute, in molti casi, fattore di scarsa coesione nello svolgimento dell'attività assegnata al GVC.

Infatti, il differente grado di professionalità, le diverse metodologie seguite dai partecipanti al *team* - e, dunque, le tecniche ed i tempi impiegati - possono costituire elementi che impediscono una compattezza ed omogeneità operativa, con ovvi riflessi negativi sulla realizzazione degli obiettivi voluti dal regolatore europeo. Ciò anche in considerazione del fatto che nei gruppi in parola le unità locali (appartenenti alla autorità nazionale competente) nella supervisione delle banche con personalità giuridica nazionale, seppur coordinate dalla BCE, possono adottare un approccio operativo non perfettamente coerente con quello di altre unità nazionali riferibili ad autorità diverse. Da qui la inadeguatezza dei risultati conseguiti, spesso considerati dagli appartenenti al settore finanziario poco adattati alle dimensioni, al modello di *business* e al profilo di rischio delle banche sulle quali vengono effettuati i controlli ispettivi.

Alla luce di quanto precede appare evidente come, a distanza di due lustri dalla creazione dell'UBE, la concreta sperimentazione delle innovazioni da essa apportate renda opportuno - se non addirittura necessario - procedere ad un riesame dei contenuti normativi che qualificano l'essenza del complesso disciplinare varato dalla Unione per accelerare e migliorare il processo di integrazione economica e giuridica europea. Il decorso di un decennale periodo di rodaggio ha reso possibile verificare, sul piano delle concretezze, gli esiti della traslazione della vigilanza dalle autorità di settore domestiche alla BCE; l'emersione di criticità nei meccanismi di controllo, per tal via conseguita, induce a ricercare modalità relazionali più congrue (rispetto a quelle vigenti) nelle forme di raccordo tra «centralità del comando» e «sistema autoritativo periferico» che connotano l'ordinamento finanziario europeo.

6. Il fenomeno pandemico - che, negli ultimi due anni, ha sconvolto il pianeta

- ha inciso sull'esercizio dell'industria finanziaria in modalità differenti rispetto alla crisi che ha preceduto il suo insorgere. Infatti, la grave recessione da esso causata non è riconducibile ad incapacità dei sistemi di controllo a contenere i rischi connessi alla operatività, bensì alla stasi produttiva determinata dal *lockdown* adottato dall'autorità governativa per contrastare la diffusione del *virus* e dalla conseguente sospensione dei rapporti economici *infra* statuali.

Pertanto gli effetti di tale nuova crisi oltre ad aggiungere perplessità in ordine all'adeguatezza di taluni orientamenti delle autorità finanziarie di vertice, nazionali ed europee (dove ulteriori timori sulla possibile introduzione di criteri disciplinari poco coerenti con la logica di un mercato concorrenziale), delineano un quadro complessivo nel quale pericoli, incertezze, preoccupazione per possibili turbolenze sociali connotano il *fil rouge* che lega la comunità internazionale, prospettando il rischio di nuove forme di disuguaglianza tra gli intermediari.

Quel che contraddistingue la realtà post/pandemica è, dunque, la presenza del diverso clima socio/politico nel quale si colloca l'esercizio della industria finanziaria. Il Covid-19 ha agito da catalizzatore nell'evidenziare i limiti di un modello organizzativo nel quale la logica del benessere, declinata nelle modalità tipicamente proprie di un capitalismo avanzato, ha assunto un ambito prospettico negativo. Il *virus* ha mostrato gli effetti negativi della generale tendenza a non tener conto della possibilità di causare sostanziali violazioni dell'ecosistema, nonché la impreparazione di molti paesi nel fronteggiare l'emergenza (con ovvie difficoltà nella tutela dei diritti indisponibili) causata dalla scarsa cura per i settori (sanità, giustizia, etc.) nei quali non si denotano immediati riflessi di profitto

I Governi sono stati costretti a riflettere, a capire come di fronte a catastrofi (come quella che ci ha colpito) necessita abbandonare obiettivi finalizzati al perseguimento degli interessi individualistici, che a lungo hanno connotato l'*agere* di molti Stati. Si è riscoperta l'esigenza di guardare all'Europa come collettività globale; si è acquisita, infatti, la contezza che necessita relazionarsi con gli altri in modali-

tà rispettose della integrità fisica di noi tutti, ciò anche mutando il nostro stile di vita. Da qui il convincimento che la salvezza dal *virus* è strettamente collegata ad un *agere* animato da un profondo senso di responsabilità (il quale può/deve comportare anche difficili rinunce), a sua volta presupposto di una maturità delle coscienze.

La difficoltà di far fronte all'emergenza economica ha fatto comprendere, per converso, quanto sia importante ascrivere centralità ai meccanismi di *governance* pubblica che fanno capo direttamente allo Stato. Questi, infatti, sono in grado di raccordare l'ordine giuridico economico a quello politico, consentendo di attuare un paradigma dell'*agere* nel quale la 'razionalità economica' è presupposto di un equilibrio istituzionale che assicura alla comunità sovrana il riconoscimento dei diritti garantiti dalla Costituzione.

In tale contesto, appare significativo l'atteggiamento dei vertici UE, che hanno cercato in vario modo di sostenere i paesi colpiti dal Covid. Da qui la posizione d'apertura tenuta dalla Commissione che ha attivato la «clausola di crisi generale» presente nel Patto di stabilità e superato i vincoli posti al settore finanziario dalla Convenzione del 2013 sugli «aiuti di Stato»<sup>32</sup>.

Ne è conseguita la possibilità per i paesi europei di discostarsi dall'osservanza degli obiettivi di bilancio assunti prima della esplosione del *coronavirus*, cui si sono aggiunte importanti misure per garantire ad imprese di variegate tipologie di disporre della liquidità sufficiente a preservare la continuità della loro attività dopo la epidemia. Quest'ultimo obiettivo è stato perseguito anche dalla BCE con una serie d'interventi destinati a far ripartire l'economia europea. Al riguardo, va fatta presente l'offerta di nuova liquidità previo aumento del noto *Quantitative Easing* e l'adozione di un massiccio programma di prestiti a lungo termine (il cd.

---

<sup>32</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission To The Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact*, COM(2020) 123.



TLTRO III)<sup>33</sup>, cui si accompagnano l'adozione di una variante del programma denominato *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) di 750 miliardi di euro<sup>34</sup> e l'allargamento delle maglie del controllo (attraverso la concessione di maggiore flessibilità alle banche sui requisiti di capitale e nella applicazione dei principi contabili)<sup>35</sup>.

L'adozione di tali provvedimenti è avvenuta in un clima di non trascurabili tensioni nei vertici europei che ha comportato un acceso dibattito in sede politica, al quale hanno fatto seguito aspre critiche fa parte degli studiosi. Si è dubitato della esistenza di una vera «solidarietà nell'UE»<sup>36</sup> e finanche dell'«interesse politico a costruire l'Eurozona»<sup>37</sup>, a tacer della riflessione pessimistica del filosofo Massimo Cacciari sul post-coronavirus: «mi pare proprio che sarà una pietra tombale [...] (per l'Unione) [...], per quanto la speranza sia l'ultima a morire»<sup>38</sup>.

Tuttavia, sembra emergere un nuovo spirito «d'insieme» che - a seguito della crisi economico sanitaria - muove oggi gli Stati membri. Significativa, al riguardo, è

---

<sup>33</sup>Cfr. STAMEGNA - DELIVORIAS, *Developing a pandemic emergency purchase programme: Unconventional monetary policy to tackle the coronavirus crisis*, European Parliamentary Research Service, 2020.

<sup>34</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *ECB announces a new Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) to counter the serious risks posed by the coronavirus*, visionabile su [www.Bancaditalia.it/media/notizia/ecb-announces-a-new-pandemic-emergency-purchase-programmepepp-to-counter-the-serio-us-risks-posed-by-the-coronavirus](http://www.Bancaditalia.it/media/notizia/ecb-announces-a-new-pandemic-emergency-purchase-programmepepp-to-counter-the-serio-us-risks-posed-by-the-coronavirus).

Nella fase degli interventi iniziali rileva anche il meccanismo (per vero di limitata potenza), denominato SURE (*Support to mitigate unemployment risks in emergency*), promosso da Ursula von der Leyen, Presidente della Commissione, per supportare, con un importo fino a 100 miliardi di euro, tanto la *cassa integrazione italiana* quanto il *kurzarbeitergeld* tedesco; cfr. in argomento VILLAFRANCA, *L'accordo europeo ai raggi X tra MES, Sure e BEI*, visionabile su [www.ispionline.it/it/pubblicazione/laccordo-europeo-ai-raggi-x-tra-mes-sure-ebei25752](http://www.ispionline.it/it/pubblicazione/laccordo-europeo-ai-raggi-x-tra-mes-sure-ebei25752)

<sup>35</sup>Cfr. MASSARO, *Coronavirus, la Bce «libera» 1.800 miliardi per prestiti a famiglie e imprese*, visionabile su [https://www.corriere.it/economia/finanza/20\\_marzo\\_20/coronavirus-bce-libera-1800-miliardi-prestiti-famiglie-impre-se](https://www.corriere.it/economia/finanza/20_marzo_20/coronavirus-bce-libera-1800-miliardi-prestiti-famiglie-impre-se).

<sup>36</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, p. 167 ss.

<sup>37</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Anche Parigi rinuncia al Mes. Verso lo slittamento del Recovery Fund*, visionabile su [https://www.huffingtonpost.it/entry/anche-parigi-rinuncia-al-mes-slitta-il-recoveryfund-che-pero-tenta-la-lega\\_it](https://www.huffingtonpost.it/entry/anche-parigi-rinuncia-al-mes-slitta-il-recoveryfund-che-pero-tenta-la-lega_it).

<sup>38</sup>Cfr. l'intervista di BEDINI CRESCIMANNI intitolata *Massimo Cacciari: il coronavirus è la pietra tombale sulla integrazione europea, sarà la Cina a risollevere l'Italia*, visionabile su <https://it.businessinsider.com/massimo-cacciari-il-coronavirus-e-la-pietra-tombalesullintegrazione-europea-sara-la-cina-a-risolleva-re-litalia>.

la creazione di uno strumento denominato *Next Generation EU*, accolta da molti paesi europei con entusiasmo; la previsione di costituire un fondo di 750 miliardi da destinare a trasferimenti e prestiti agli Stati membri (rispettivamente per 500 e 250 miliardi) è stata, infatti, considerata idonea a «rafforzare la cooperazione in campo sanitario» oltre che a dare una risposta comune alla crisi<sup>39</sup>. Ed invero, si è in presenza di un provvedimento che esprime il comune convincimento che l'Europa necessita di un'economia più inclusiva, qualificata da coesione e solidarietà, presupposti indispensabili per addivenire ad una più equa distribuzione della ricchezza ed una maggiore possibilità di accesso ad uno *status* che superi le disuguaglianze e la povertà.

Si delinea, quindi, uno scenario nel quale la *speranza* di un futuro diverso si accompagna ad incognite ed incertezze che potranno essere attenuate ove l'intento di aprire al nuovo si traduca in una concreta volontà di introdurre adeguate modifiche ai Trattati europei, sì da sottrarre i cittadini dell'UE alle intemperie di una rinnovata *austerità*. Mi riferisco, in particolare, alla modifica del *Patto di stabilità* ed a quella del rapporto *debito pubblico/PIL*, in precedenza richiamata, cui si guarda con timore a seguito della recente tendenza verso un processo inflattivo, unito alla verosimile prospettiva di un periodo di stagflazione, entrambi intervenuti - com'è noto - dopo l'aggressione della Russia all'Ucraina, la quale ha interrotto la *ripresa* che dalla seconda metà dello scorso anno sembrava avesse interessato i paesi dell'Unione<sup>40</sup>.

In tale contesto, si evidenzia la necessità di una riforma dell'ordine giuridico del mercato correlandone l'essenza alla modifica dei vigenti parametri (divenuti

---

<sup>39</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione per l'anno 2019, Considerazioni finali*, p. 17 delle bozze di stampa, ove in relazione a tale fondo si sottolinea che «si tratta di una opportunità importante per predisporre una risposta comune che, al pari delle misure monetarie, sia proporzionata alla gravità della crisi».

<sup>40</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Guerra Russia-Ucraina: implicazioni devastanti per la ripresa economica globale*, visionabile su <https://www.cribis.com/it/approfondimenti/guerra-russia-ucraina-implicazioni-devastanti-per-la-ripresa-economica-globale>.

ormai irrealistici) a base della convergenza del rapporto tra *debito/PIL*, nonché fissando «un tetto non più al *deficit* ma alla crescita della spesa pubblica primaria, con l'obiettivo di riduzione del debito pubblico su un orizzonte decennale», come è stato puntualizzato in autorevole sede tecnica<sup>41</sup>. Più in generale, forse possono ritenersi finalmente maturi i tempi per una valutazione critica dei comportamenti del capitalismo moderno, ipotizzata all'inizio di questo millennio da Guido Rossi evidenziando l'esigenza di superare la visione del mercato «immaginata da Smith [...] (orientata) [...] alla neutralità apparentemente innocua, anzi virtuosa, dello scambio»<sup>42</sup>.

Sotto altro profilo, il recente fenomeno pandemico ha indotto a riflettere sulla improcrastinabilità dello sviluppo di tecnologie rispettose dell'ecosistema. Da qui il progetto di una «transizione ecologica» volta all'affermazione del *green*, quale componente delle attività economico finanziarie, cui è legata la possibilità di migliorare i processi per la rielaborazione dei prodotti che la natura ci offre. Diviene, per tal via, ipotizzabile un innovativo percorso orientato non solo alla neutralità ambientale, ma anche alla promozione di interventi nel sociale (dalla salvaguardia dei diritti umani, alla riduzione delle diseguaglianze economiche, alla parità di genere e al contrasto alla povertà sistemica di larghi strati della popolazione), che si accompagnano ad una governance imprenditoriale che ne supporti l'attivazione; vengono, in tal modo, identificati i fattori necessari per superare le contraddizioni tra l'esigenza di assicurare la soddisfazione dei bisogni e la tendenza ad assecondare la cupidigia e l'avidità.

Significativa, in proposito, è la pubblicazione da parte dell'ABE di un 'piano d'azione' sulla finanza sostenibile e di un *Discussion Paper* allo scopo di fornire una proposta completa su come i cd. fattori ESG potrebbero essere integrati nel quadro

---

<sup>41</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Come cambia il Patto di stabilità* visionabile su <https://www.italiaoggi.it/news/come-cambia-il-patto-di-stabilita-2551593> ove si riportano i contenuti di una lettera scritta da Mario Draghi ed Emmanuel Macron al *Financial Times*, nella quale detti leader appoggiano la proposta del loro consulente Francesco Giavazzi.

<sup>42</sup>Cfr. ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, pp. 13- 14.

normativo<sup>43</sup>. Si delinea, quindi, uno stretto rapporto tra la strategia per un equilibrato cambiamento climatico e lo sviluppo sociale, al quale siano riconducibili, per un verso, la tutela dei 'diritti umani', per altro l'innovazione dei processi decisionali che devono essere improntati a criteri che garantiscano di preservare l'ambiente e il rispetto dei diritti sociali.

Si da vita, in tal modo, ad una innovativa costruzione socio/economica incentrata, come ho anticipato, sul riferimento alla *sostenibilità*, da intendersi come *valore* ampiamente condiviso, declinato in molteplici modalità le quali convergono verso l'unitario obiettivo di sistematizzare gli esiti di una cultura incentrata sulla 'responsabilità sociale; da qui il riferimento dei comportamenti che caratterizzano le attività economiche a parametri etico-sociali, come ebbi modo di sottolineare in tempi ormai lontani <sup>44</sup>. Essa diviene, quindi, presupposto di un *agere* orientato non soltanto al profitto, ma anche al benessere e al miglioramento delle condizioni di vita, donde la centralità della stessa nello sviluppo sociale e ambientale dei popoli.

La sostenibilità agisce, altresì, da catalizzatore nella definizione 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 che attraverso la medesima si vogliono perseguire. Grazie ad essa si apre una prospettiva di riequilibrio sistemico che potrà risolversi in una benefica riduzione delle disuguaglianze, donde una più ampia e generalizzata partecipazione di tutti – senza alcuna distinzione di razza, religione o genere – alla fruizione dei beni comuni<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup>Cfr. GLOBAL RESPONSIBILITY NETWORK, *L'autorità bancaria europea pubblica un documento di discussione sulla gestione e la vigilanza dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) degli istituti di credito e delle imprese di investimento*, visionabile su <https://esgdata.it/lautorita-bancaria-europea-pubblica-un-documento-di-discussione-sulla-gestione-e-la-vigilanza-dei-rischi-ambientali-sociali-e-di-governance-esg-degli-istituti-di-credito-e-delle-imprese>.

<sup>44</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, cit., p. 192 ss.

<sup>45</sup>Cfr. RODOTA', *Beni comuni e categoria giuridiche, una rivisitazione necessaria*, in *Questione Giustizia*, n. 5/2011, Milano, pp. 237 ss.

7. Il complesso programma di una necessaria transizione ecologica incontra talune ritrosie da parte di alcuni paesi, restii a rinunciare all'utilizzo del fossile e di altre sostanze inquinanti nel loro approvvigionamento energetico. Ciò fa intravedere possibili ritardi nella realizzazione del progettato schema di riduzioni progressive dei fattori che incidono criticamente sui cambiamenti climatici.

Ma v'è di più. La storia del pianeta ha in serbo un evento che rischia addirittura un *arresto* nella esecuzione degli accordi sul clima raggiunti nel Cop 26, i quali già di per sé presentano contenuti limitati, sì da suscitare reazioni molteplici soprattutto da parte dei giovani<sup>46</sup>. Mi riferisco alle gravi turbative rivenienti dalla recente invasione dell'Ucraina, un paese indipendente e sovrano, da parte della Russia. Le inevitabili ripercussioni sulla situazione geopolitica internazionale - e, dunque, dei rapporti tra l'occidente e detto Stato aggressore - si riflettono anche sulla problematica oggetto della nostra analisi in quanto si prospetta una pesante crisi energetica che avrà inevitabili ripercussioni sulla stabilità economica degli Stati UE, Italia e Germania in particolare essendo tra i maggiori importatori di gas russo. Come di recente ha detto il Presidente Mattarella la guerra mossa dalla Federazione russa all'Ucraina sta mutando le basi della Convivenza nel mondo.

Prescindo in questa sede da approfondimenti in ordine al deprecabile intervento posto in essere da presidente Vladimir Putin, a seguito del quale abbiamo assistito negli ultimi mesi alla distruzione di città, al dilagare di eccidi e di atroci barbarie che per solito accompagnano i conflitti bellici. Ritengo, tuttavia, necessario rappresentare alcune considerazioni che incidono significativamente sulle prospettive di ripresa economica, che sembrava dovessero affermarsi dopo la pandemia, ri-

---

<sup>46</sup>Si fa riferimento, in particolare, alla protesta della giovane attivista svedese Greta Thunberg, la quale pubblicamente nel Kelvingrove Park di Glasgow ha accusato i leader e i potenti del mondo di «sapere bene» che i loro «bei discorsi» nascondono «parole vuote e bla bla bla», denunciando la Cop 26 di aver affrontato la minaccia del cambiamento climatico «con gli stessi metodi» che hanno portato il mondo a doverla affrontare ed ha accusato i delegati di far leva su «cavilli e statistiche incomplete» per salvaguardare «il business e lo status quo»; cfr. in proposito l'editoriale intitolato Cop26, Greta e la marcia dei ragazzi: «Sul clima parole vuote, Glasgow è fallita», visionabile su [www.ilmattino.it/primopiano/esteri/cop26\\_greta\\_marcia\\_ragazzi\\_sul\\_clima\\_glasgow\\_fallimento-6303689.html](http://www.ilmattino.it/primopiano/esteri/cop26_greta_marcia_ragazzi_sul_clima_glasgow_fallimento-6303689.html).

schiando quindi di compromettere i risultati positivi conseguiti grazie all'impegno comune dei paesi colpiti dal Covid.

In primo luogo, va fatto presente che appaiono fortemente scossi gli equilibri geopolitici (finora mantenuti a fatica) tra l'occidente e il blocco Russa/Cina, con la conseguenza di innalzare il livello dello scontro al di là della mera applicazione di 'sanzioni' economico-finanziarie; donde la temibile ipotesi di un 'terzo conflitto mondiale'. Ciò, oltre a creare una generalizzata instabilità sistemica, ha determinato un clima di crescente incertezza per la sfida esistenziale che detta guerra ha recato all'Unione europea, la quale d'improvviso ha dovuto prendere atto del pericolo cui essa è esposta a causa della confinante presenza della Federazione Russa, presieduta da un dittatore che si muove in una logica espansiva, quasi fosse ossessionato dalla sindrome dell'accerchiamento<sup>47</sup>.

In tale contesto è evidente che le misure reattive adottate dall'UE a difesa della Ucraina danno luogo a molte perplessità ove se ne valuti, sul piano delle concretezze, la portata afflittiva. Mi riferisco al tempestivo intervento dell'Unione che ha dimostrato un'apertura, un afflato di condivisione che si è tradotto in aiuti finanziari ed umanitari, nonché in un'ampia disponibilità all'accoglienza dei profughi (*in primis* vecchi e bambini) fuggiti nei paesi confinanti (Polonia e Romania)<sup>48</sup>. Su base bilaterale alcuni paesi (tra cui: Inghilterra, Germania, Italia) hanno voluto esprimere la loro solidarietà in forma ancor più tangibile, inviando anche armi. A ciò si aggiunga la predisposizione di idonei 'pacchetti' di sanzioni volti a significare la forte *re-*

---

<sup>47</sup>Significativo, al riguardo, è l'intervento svolto da Putin nella 'Conferenza sulla sicurezza' (Monaco, 11 febbraio 2007), dal quale si evince che l'ampliamento della zona d'influenza della Alleanza atlantica deve aver suscitato in lui una grande preoccupazione che, nel tempo, ha alimentato il progetto di espansione territoriale alla cui realizzazione è finalizzata la 'conquista' dell'Ucraina; cfr. PUTIN, «*Speech and the Following Discussion at the Munich Conference on Security Policy*», visionabile su <https://www.resistenze.org/sito/os/mo/osmo7b13-001073.htm>, ove si legge testualmente: «La Nato ha posto le sue forze avanzate al nostro confine, anche se noi non reagiamo affatto a queste azioni. (...) Noi abbiamo il diritto di chiedere: contro chi è diretta tale espansione? E che ne è stato delle assicurazioni dei nostri partner occidentali dopo la dissoluzione del Patto di Varsavia?».

<sup>48</sup>Cfr. MANCONI, *La mano tesa dell'Europa*, in *laRepubblica* del 4 marzo 2022.

*primenda* che il mondo occidentale ha voluto imporre alla Federazione Russa per l'ingiusta aggressione ad un paese indipendente e sovrano.

Siamo in presenza di una libera manifestazione di solidarietà da gran parte di paesi con cultura liberal democratica nei confronti di una popolazione che soffre, essendo costretta ad abbandonare le proprie case, a rifugiarsi nelle stazioni della metropolitana, a vivere le angosce di una guerra cruenta e portatrice di morte.

Tale linea comportamentale di indubbio valore etico, seguita dalla gran parte dei paesi europei, non viene tuttavia condivisa da alcuni antagonisti/ pacifisti che ravvisano nella medesima, per un verso, un fattore di ostacolo ad una pronta risoluzione del conflitto, per altro una sorta di sudditanza dei paesi che inviano armi in Ucraina alla Nato e, sia pure indirettamente, agli USA<sup>49</sup>.

Al riguardo necessita premettere che l'invio degli aiuti militari - e, nello specifico, di armi - è riconducibile al principio della 'legittima difesa collettiva', la quale trova il suo fondamento giuridico nel disposto dell'art. 51 della Carta delle Nazioni Unite; statuizione che, ad avviso della dottrina, autorizza Stati terzi non direttamente coinvolti in un attacco armato ad intervenire a difesa dello Stato aggredito<sup>50</sup>. Conseguie il riconoscimento normativo di siffatta forma di difesa, esercitabile al fine di tutelare diritti *erga omnes*, generalmente identificabili negli *human rights*, i quali nel caso dell'Ucraina sono stati inequivocabilmente violati dall'aggressione russa.

La chiara indicazione della Carta non ha evitato, tuttavia, che si aprisse un dibattito a livello politico sulla richiesta di armi del Governo ucraino. Si è rappresentato, infatti, che in tal caso si va incontro a molteplici conseguenze negative: dalla sostanziale rinuncia all'utilizzo di rimedi convenzionali, cui si accompagna un doloroso protrarsi della vicenda bellica, alla sostanziale partecipazione dei paesi UE alla «guerra per procura» che gli USA, d'intesa con la Nato, sembra vogliano attivare nei

---

<sup>49</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Canfora e le verità post sovietiche sull'invasione russa*, in *Il Foglio* del 15 marzo 2022

<sup>50</sup>Cfr. il classico lavoro di LAMBERTI ZANARDI, *La legittima difesa nel diritto internazionale*, Milano, 1972, p. 276; v. altresì DINSTEIN, *War, aggression and self-defense*, Cambridge, 1994, p. 249 ss; CONFORTI, *Le nazioni unite*, Napoli, 1996, p. 177.



confronti del Cremlino<sup>51</sup>; guerra alla quale, ovviamente, sono sottesi interessi economici, legati tra l'altro alla vendita di prodotti energetici. Ciò, paventando una pericolosa *escalation* del conflitto, che potrebbe comportare esiti fortemente dannosi (di variegato genere) per gli Stati europei che in esso risultano coinvolti.

Non può trascurarsi di osservare, peraltro, che dette considerazioni - pur riflettendo un sano intento pacifista ed una realistica valutazione delle discrasie relazionali esistenti tra il mondo anglosassone e la Federazione Russa - perdono significato di fronte alla pervicace volontà di conquista di Putin, sordo ad ogni appello per la pace (sia di Premier europei, sia del segretario dell'ONU Guterres) ed anche alle numerose suppliche di Papa Francesco; donde il vano tentativo di ricercare in sede diplomatica un accordo, al limite circoscritto ad una mera tregua per consentire la evacuazione di civili assediati nelle città diventate 'campi di battaglia'<sup>52</sup>.

È evidente come il Presidente russo non sia intenzionato a concludere la sua aggressione prima di aver portato a termine il suo piano di annessione di significative parti dell'Ucraina!

Venendo, poi, all'esame dei rimedi sanzionatori disposti contro la Federazione Russa, va subito evidenziato che essi presentano una ambivalenza di fondo in quanto inevitabilmente si abbattono non solo sul Paese destinatario dei relativi effetti, ma anche sulle realtà domestiche degli Stati che ne promuovono l'attivazione. In particolare, la forte dipendenza in campo energetico ed alimentare dalla Russia da parte di alcuni Paesi dell'Unione costringerà questi ultimi a subire l'onere di alti aumenti dei prezzi delle materie importate e, dunque, ad affrontare la crisi energetica cui dianzi si è fatto cenno. Ciò soprattutto ove si consideri che solo un eventua-

---

<sup>51</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Biden: soldi e armi all'Ucraina*, visionabile sul *Corriere della sera* del 29 aprile 2022, nel quale sono riportate le parole pronunciate, nel vertice Nato di Ramstein, dal Segretario alla Difesa, Lloyd Austin, il quale aveva dichiarato che obiettivo degli USA è «indebolire la Russia al punto che non sia più in grado di aggredire altri Paesi»; v. altresì l'editoriale intitolato *USA e Russia, è sfida totale* visionabile sul *Corriere della sera* del 26 aprile 2022.

<sup>52</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Putin nega la tregua per la Pasqua ortodossa. Oggi nessun corridoio umanitario: "E' troppo pericoloso"* visionabile su <https://www.globalist.it/world/2022/04/22/putin-nega-tregua-pasqua-ortodossa>.



le arresto dell'*export* di gas e petrolio è in grado di causare un reale collasso della nominata Federazione, con ovvi riflessi sulla capacità di finanziamento della guerra in corso<sup>53</sup>.

Di fondo resta la tristezza di assistere alla deplorabile interruzione del processo di globalizzazione in atto da alcuni decenni, donde la prospettiva, segnalata dalla Banca d'Italia secondo cui «una divisione del mondo in blocchi rischi(a)... di compromettere i meccanismi che hanno stimolato la crescita e ridotto la povertà a livello globale»<sup>54</sup>. A ciò si aggiunga la preoccupazione di vivere sotto la permanente minaccia di un grande Paese che si è autocondannato all'«isolamento» e patisce la sindrome dell'«accerchiato», per cui può incorrere in imprevedibili *intemperie* a danno degli Stati dell'area occidentale.

Inoltre, non sembra ipotizzabile che l'applicazione delle misure in parola si tradurrà in un 'cambio del vertice autoritativo' della Russia. Esse di certo potranno determinare un aggravio dell'equilibrio economico del Paese, causando una probabile instabilità politica; peraltro, appare difficile presumere che le medesime siano in grado di condurre ad un sovvertimento dell'ordine costituito. Ciò in quanto se è indubbio che, a causa delle sanzioni, la Russia si vedrà costretta ad abbassare significativamente il livello di vita della popolazione, è altrettanto certo che a soffrirne saranno i ceti medio/bassi costretti ad una *silenziosa* rassegnazione a causa della mancanza di libertà imposta dall'attuale regime repressivo (si pensi alle odierne *intemperie* della polizia di Stato nei confronti di coloro che chiedono la fine della guerra). D'altronde, anche gli esponenti dell'élite oligarchica legata al Cremlino non potrà attivarsi contro la presidenza russa (a seguito delle perdite economiche ad essa inferte dai paesi occidentali), essendo prevedibile che, ove ciò si verificasse, detti

---

<sup>53</sup>Da qui l'esigenza per l'Europa di «chiudere subito tutti i nuovi acquisti di gas, annichilendo le entrate della Russia» evidenziata da un autorevole economista il quale, nel rappresentare tale quadro sistemico, ha sottolineato anche che «la Cina potrebbe assorbire solo una frazione dell'eventuale surplus» energetico russo, cfr. PENNATI, *L'Europa deve tagliare il gas se vuole fermare Putin*, visionabile su *C:/Users/User/AppData/Local/Microsoft/Windows/INet Cache/Content.Outlook/HW5WRDUQ/Domani*.

<sup>54</sup>Cfr. *Considerazioni finali*, 2022, p. 9.

soggetti andrebbero incontro a danni maggiori di quelli subiti. Per converso, è ipotizzabile - come si evince da informazioni dei *mass media*<sup>55</sup> - un inasprimento del regime politico che si concretizzerà in una sospensione del processo di avvicinamento alle logiche ed al tenore di vita del mondo occidentale<sup>56</sup>.

8. La ferma reazione degli Stati membri dell'Unione di fronte all'aggressione russa, gli accorati accenti con cui si sono opposti alla protervia di un potere assoluto disposto ad assalire uno Stato confinante nella piena consapevolezza della situazione d'inferiorità militare del paese aggredito evidenziano una realtà europea diversa da quella fino ad oggi conosciuta.

Di fronte alla immane tragedia ucraina l'attuale atteggiamento dell'Unione corrisponde ad una presumibile presa d'atto in ordine al *dovere* d'intervenire a difesa delle libertà democratiche; dovere che - oltre a trovare legittimo fondamento nella Carta dell'ONU, come testé si è precisato - le deriva dalla sua tradizione di civiltà e, dunque, di custode dei diritti umanitari. L'UE sembra abbia compreso di non poter restare *silente* di fronte ad un'azione che appare volta a travolgere (*rectius*: sovvertire) con la forza l'ordine costituito di un paese che ha il solo torto di voler perseguire la sua vocazione europeista. Da qui l'esigenza di predisporre le misure di sicurezza (interne ed esterne) correlate all'aspettativa che, in un futuro non lontano, la bramosia di potere potrebbe indurre Putin a rinnovare i suoi attacchi nei confronti di altri Stati (probabilmente la Romania e la Polonia oppure le Repubbliche baltiche), un tempo parte dell'URSS, ed oggi paesi membri dell'UE.

Se ne deduce che i venti di guerra che soffiano sull'Europa orientale potranno *forse* agire da elemento catalizzatore nell'evidenziare le ragioni che rendono ne-

---

<sup>55</sup>Cfr. TRAMBALLI, *Che fare di Putin e che fare della Russia*, visionabile su <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/che-fare-di-putin-e-che-fare-della-russia-34504>.

<sup>56</sup>Cfr. DI STEFANO C., *"Vi dico che cosa accadrà alla Russia e cosa rischia Putin"*, visionabile su <https://www.ilgiornale.it/news/mondo/ecco-perch-russia-torna-indietro-30-anni>, ove si descrive la Russia futura come «una nazione in stato di guerra permanente».

cessaria una più stretta coesione, all'interno dell'UE; e ciò con riguardo sia alla predisposizione di una difesa militare comune, sia allo svolgimento di un'azione politica unitaria finalizzata a contrastare i pericoli di destabilizzazione causati da aggressioni militari analoghe a quella oggi mossa all'Ucraina. Naturalmente, come ha sottolineato un insigne politologo, «col nemico alle porte, nelle democrazie europee ci si dovrà contare (anche dentro i partiti) sulla base della distinzione degli amici e nemici di Putin»<sup>57</sup>. Ciò comporta l'esigenza di omogenizzare, nell'Unione europea, l'orientamento interpretativo circa le modalità d'intendere i principi fondanti di uno Stato di diritto, superando taluni dissidi che, nei tempi recenti hanno caratterizzato i rapporti tra i vertici UE ed alcuni paesi del gruppo "Visegrád"<sup>58</sup>.

Nel contempo, ove nell'Unione si addivenga ad una reale coesione sociopolitica, necessiterà abbandonare l'ipotesi costruttiva rappresentata dalla Corte costituzionale tedesca con riguardo al criterio ordinatorio posto a fondamento della UE. Si fa presente, infatti che detta Corte, nell'interpretare la normativa dei Trattati europei ha sostenuto che, in base alle indicazioni dei medesimi, deve escludersi la possibilità di configurare, nella regolazione in parola, l'intento di dar vita ad una «aggregazione tra popoli», dovendo invece riconoscersi solo la volontà di costituire

---

<sup>57</sup>Cfr. PANEBIANCO, *Le libertà e la forza*, pubblicato da *Corriere della sera* del 27 febbraio 2022.

<sup>58</sup>Ci si riferisce alla linea comportamentale dell'Ungheria, nella quale l'affermazione del sovranismo si è tradotta in una sostanziale negazione dello Stato di diritto. Ed invero, la lotta al coronavirus è stata ritenuta causa giustificatrice per il conferimento dei pieni poteri al Premier Orbán, il quale è divenuto destinatario di una sorta di 'investimento messianico', che sul piano delle concretezze gli consente di sospendere la «democrazia» in quel Paese; cfr. l'editoriale intitolato Ungheria, parlamento dà pieni poteri al premier Orbán per combattere il coronavirus, visionabile su [www.repubblica.it/esteri/2020/03/30/news/ungheria\\_nparlamento\\_pieni\\_poteri\\_premier\\_orban](http://www.repubblica.it/esteri/2020/03/30/news/ungheria_nparlamento_pieni_poteri_premier_orban), ove si precisa che i superpoteri eccezionali conferiti a Orbán sono rinnovabili senza limite; gli è consentito governare per decreto, chiudere per periodo a sua discrezione il Parlamento.

Analogamente, un altro evento che desta perplessità in ordine alla conservazione dell'ordine democratico si è registrato in Polonia, paese nel quale è stata modificata con legge l'organizzazione dei tribunali ordinari e la legge sulla Corte suprema, nella sostanza sottoponendo la Magistratura al controllo del governo, con ovvia, conseguente bocciatura da parte della Corte di giustizia UE; cfr. l'editoriale intitolato Corte di giustizia Ue: multa a Polonia da un milione di euro al giorno visionabile su [www.rainews.it/archivio-rainews/articoli/corte-di-giustizia-ue-condanna-polonia-a-pagare-un-milione-di-euro-al-giorno](http://www.rainews.it/archivio-rainews/articoli/corte-di-giustizia-ue-condanna-polonia-a-pagare-un-milione-di-euro-al-giorno).

una Comunità legata da interessi economici convergenti<sup>59</sup>.

Sul punto va tenuto presente che l'intento dei Trattati europei è quello di superare le asimmetrie esistenti all'interno dell'Unione, sì da pervenire - attraverso la formazione delle regole demandata ad un accordo, tra le diverse parti in campo, finalizzato a superare pregresse ambiguità - ad un «potenziamento della qualità democratica dei processi decisionali»<sup>60</sup>.

Purtroppo, i benefici rivenienti da avanzate forme di armonizzazione normativa - e, per i paesi dell'eurozona, dalla 'moneta unica' - non sono riusciti a controbilanciare taluni squilibri che affondano le proprie radici nella intrinseca debolezza causata da alcune problematiche affrontate nel processo di convergenza; ci si riferisce a secoli di tensioni e di guerre tra i paesi europei, diversità di lingua e di religione, differenti costumi ed abitudini di vita, fattori tutti che identificano ostacoli difficili da superare, obiettivo che - forse - può essere raggiunto solo a seguito dell'*input* conferito da una grande crisi<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup>Si ha riguardo all'intransigente posizione della Germania che trova il suo epicentro nell'orientamento giurisprudenziale della Corte costituzionale tedesca, la quale - fin dagli anni novanta del '900 si orientò sulla distinzione fra *Solidargemeinschaft* ("comunità di solidarietà") e *Stabilitätsgemeinschaft* ("comunità di stabilità") nell'individuare le ragioni della compatibilità del Trattato di Maastricht con la Legge fondamentale di Bonn; cfr. *2BVerfG* 12 ottobre 1993, n. 2159/92, in *89 Entscheidungen des Bundes-verfassungsgerichts*, 1994, 155 ss; in argomento v. MACCORMICK, *The Maastricht Urteil: Sovereignty Now*, in *European Law Journal*, 3, 1995, p. 259 ss.

In argomento rileva anche una recente decisione del Tribunale costituzionale tedesco del 5 maggio del 2020, la quale ha inficiato una sentenza della Corte di giustizia europea nel presupposto che il Governo e il Parlamento tedesco non avevano controllato l'osservanza del principio di proporzionalità in un provvedimento sul *Quantitative Easing* della BCE, la quale avrebbe agito *ultra vires*. Da qui l'inaccettabile rivendicazione, da parte di tale Tribunale, di una sua competenza plenaria, disattendendo il fondamentale criterio ordinatorio di non superare i limiti che ad ogni organo istituzionale sono assegnati in funzione del proprio ruolo; per un commento della decisione del Tribunale costituzionale tedesco cfr. LOMBARDO, *Quantitative Easing: la sentenza della Corte Costituzionale tedesca*, in *dirittobancario.it* del 6 maggio 2020; BASSAN, *Il primato del diritto tedesco*, in *dirittobancario.it* del 7 maggio 2020.

<sup>60</sup>Cfr. DECARO, *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, p. 43.

<sup>61</sup>Si fa riferimento al presagio, rappresentato da Romano Prodi all'indomani della creazione dell'euro, di un necessario raccordo ad un evento straordinario per superare le paure degli Stati membri a cedere la loro sovranità; indicazione che - nell'attuale contesto storico dell'aggressione all'Ucraina - denota una valenza maggiore di quella ravvisabile all'epoca in cui ebbe a pronunciarsi Prodi.

Ciò posto, non può trascurarsi di considerare come la vicenda ucraina debba aver rappresentato un serio monito per l'Unione, tanto da indurla «in 48 ore» a segnare una svolta decisionale nelle sue politiche con i paesi terzi che cambia la storia d'Europa<sup>62</sup>. Ne consegue che l'UE ha ravvisato in tale criminoso evento una grave minaccia ai principi di libertà e democrazia che sono alla base della sua costruzione; sicché, si è resa conto di dover uscire dal torpore, dalla sostanziale stasi interventistica mostrata all'epoca dell'occupazione della Crimea. È emerso il reale intento sotteso ai numerosi tentativi del Governo russo di creare contrasti (*rectius*: disaccordi) nei paesi dell'UE per erodere quest'ultima dall'interno alterando gli equilibri territoriali formatisi nell'ultimo trentennio<sup>63</sup> e mettendo, nel contempo, in discussione il metodo democratico (mediante un'attività d'istigazione dei partiti euroscettici)<sup>64</sup>.

Nel contempo, si è presa contezza dei limiti dello schema difensivo praticato dagli Stati membri protesi a conservare la propria *sovranità militare*, facendo affidamento sullo scudo protettivo rappresentato dalla Nato; anche se quest'ultima, negli anni successivi alla caduta del muro di Berlino, forse non ha ricordato in modalità adeguate il proprio potenziamento bellico all'allargamento della sua sfera d'azione, estesa a ricomprendere un cospicuo numero di *ex repubbliche sovietiche*<sup>65</sup>.

Con tutta probabilità è sulla base di tali considerazioni che nel vertice dei capi di governo europei, tenutosi a Versailles agli inizi di marzo del 2022, l'Unione ha deciso di procedere ad un aumento della spesa militare ed a un ripensamento della politica di difesa; è la risposta delle democrazie occidentali di fronte al pericolo di possibili futuri conflitti, è un significativo passo per conseguire una «sicurezza europea [...] irrinunciabile [...] forte che si affianchi alla Nato», come ha precisato il pre-

---

<sup>62</sup>Cfr. GERONI, *In 48 ore è cambiata la storia d'Europa*, in *IlSole24Ore* del 28 febbraio 2022.

<sup>63</sup>Cfr. FABBRINI, *La UE deve superare le debolezze politiche*, in *IlSole24Ore* del 27 febbraio 2022.

<sup>64</sup>Cfr. in proposito *ex multis* l'editoriale intitolato *La Rus' di KIEV- Zona Franca*, visionabile su <https://zonafrancanews.info/2022/02/25/la-rus-di-kiev>.

<sup>65</sup>Cfr. MIELI P., *La NATO un po' di storia (e noi)*, in *Corriere della sera* del 28 febbraio 2022.

mier Draghi<sup>66</sup>. Di fondo emerge con chiarezza l'intento dell' UE di perseguire un obiettivo di pace, sostenendo anche militarmente l'Ucraina, contrastando - ove sia necessario - l'ostruzionismo filo russo di Orban.

9. Da quanto precede si evince che le due crisi che hanno contraddistinto questo primo quarto di secolo, unitamente alla recente guerra della Russia all'Ucraina, hanno profondamente modificato la realtà economico finanziaria del pianeta, ponendo un'ampia serie di interrogativi riguardanti questioni da tempo all'attenzione degli studiosi di diritto dell'economia. Volendo limitare l'indagine all'analisi dell'Unione, e del caso Italia in particolare, come si è sottolineato, il cambiamento si compendia nell'esigenza di dedicare una innovativa attenzione ai fattori che rendono possibile una sana convivenza tra gli uomini aprendo alla prospettiva di superare i limiti che da tempi lontani hanno frenato forme di sviluppo destinate a recare benessere, a ridurre le diseguaglianze, ad eliminare la povertà.

Nello specifico, con riguardo alla sorte dell'Unione, si è compresa l'esigenza di evitare l'imposizione di criteri ordinatori che si risolvano in un gravame disciplinare che reca *austerity* ed esaspera le diversità che allontanano le popolazioni dei differenti Stati membri; nel contempo si è avuta contezza che un indiscriminato abuso delle risorse naturali, spesso indotto dalla cupidigia tipica di uno sfrenato capitalismo, è causa di cambiamenti climatici ed epidemie, destinati a sconvolgere gli equilibri dell'ecosistema, a causare morte ed a sconvolgere qualsivoglia programma di più intensa integrazione e, dunque, di costruzione di una «casa comune». Da ultimo, il conflitto che sta coinvolgendo tutti i paesi europei, interrompendo il 'sogno' di una pace duratura tra le nazioni, induce a riflettere sugli esiti di una repentina alterazione del quadro geopolitico internazionale, facendo ritenere improcrastinabile

---

<sup>66</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Draghi al vertice Ue di Versailles: "Non siamo in economia di guerra, ma è bene prepararsi"*, visionabile su <https://www.rainews.it/articoli/2022/03/draghi-al-vertice-ue-di-versailles-non-siamo-in-economia-di-guerra-ma--bene-prepararsi>.

un più stretto legame all'interno del contesto regionale europeo.

In questo scenario la ricerca - come in precedenza ho sottolineato - ha indicato nella *transizione* e nella *sostenibilità* i cardini di *agere* idoneo a consentire la ripresa e la resilienza previo superamento degli impedimenti che ostacolano lo sviluppo economico; donde la possibilità di un recupero relazionale tra i paesi UE e l'avvio di un percorso unitario verso l'obiettivo di una coesione non soltanto economica, ma anche socio/politica.

Ai nominati canoni ordinatori - cui è riferibile una linea comportamentale coerente con l'esercizio di un'innovativa attività finanziaria - vorrei aggiungere la *solidarietà*; quest'ultima, infatti, opponendosi ad un 'relativismo morale e giuridico', facilita la ricostruzione del «rapporto tra libertà e verità». Ciò induce a ricercare i mezzi tecnico/giuridici idonei a contrastare gli effetti negativi dell'individualismo che per solito separa, crea differenziazioni ed impedisce l'affermazione di un metodo di dialogo, necessario per costruire un comune destino. Essa si pone, pertanto, a fondamento di una logica pluralistica che aiuta a riflettere, a ripensare ai valori umani indispensabili per realizzare un vero progresso, assurgendo a garanzia basilare della libertà e della democrazia volte al riconoscimento dei valori sociali e della dignità dell'uomo.

È evidente come si determinino, per tal via, le coordinate di un processo evolutivo nel quale possono trovare forme di più stretto coordinamento: una finanza orientata a superare gli utilitarismi, l'attività dei governi protesa alla realizzazione di una società democratica e quella delle imprese tenute a rispettare la natura e l'ambiente. Sono questi, infatti, gli obiettivi che assicurano un futuro diverso alle nuove generazioni, nel quale conti l'«essere di più» rispetto all'«avere di più»<sup>67</sup>.

Naturalmente, affinché tale cammino possa essere percorso necessita che la Unione ridisegni preliminarmente la propria identità, aprendosi ad un programma

---

<sup>67</sup>Mi riferisco al messaggio della dottrina sociale della Chiesa formulato nell'Enciclica *Redemptor hominis* del papa Giovanni Paolo II.

di riforme istituzionali che - come ho anticipato - rendano possibile, per un verso, evitare il ritorno a situazioni di regresso socio/ economico, per altro un recupero della filiera dei valori supportando un'adeguata linea di crescita. In altri termini, l'UE è di fronte ad una realtà che, per quanto possa apparire particolarmente complessa, lascia ben sperare in una presa di coscienza della necessità di perseguire in modalità unitarie l'interesse di ognuno e, al contempo, di tutti gli Stati membri.

In tale direzione di certo orienta la comune percezione dei benefici effetti delle trasformazioni che negli ultimi anni sono state attuate a livello regolamentare, dando vita ad un processo di maturazione culturale e politica che potrà agire da elemento catalizzatore nella emersione dei valori che identificano l'ineludibile presupposto per la costituzione di una «Europa dei popoli», destinata in tempi non lontani a trovare espressione in un'unione politica. A ben considerare, può dirsi che dai 'guasti', causati dal succedersi delle crisi, può riemergere la *speranza* di riuscire a conseguire una «nuova intesa» che, superando le diversità, dia spazio alla realizzazione di uno Stato federale in grado di svolgere il significativo ruolo che all'Europa spetta per (i) la sua storia, (ii) le sue rilevanti capacità economico finanziarie e (iii) l'elevato livello demografico.

È difficile identificare le modalità con cui, sul piano delle concretezze, potrà essere definito il quadro delle realizzazioni che l'Unione deve porre in essere al fine di attuare gli obiettivi che persegue da oltre mezzo secolo. Tale difficoltà trova il suo epicentro nella identificazione degli elementi costitutivi di una 'nuova finanza' capace di creare *alleanze* tra logica di mercato e moderne tecnologie, le quali siano in grado di avvicinare le popolazioni, superando le diversità che tuttora permangono tra i paesi UE.

Quel che appare certa è la necessità di conciliare le molteplici esigenze cui l'*agere* finanziario deve ottemperare, ricercando soluzioni che, attraverso un coerente bilanciamento tra fini e mezzi dell'azione da svolgere, trovino esplicitazione in una operosità mirata ad obiettivi comuni; da qui l'ipotesi di una linea strategica che



favorisca la tutela dell'ambiente e lo sviluppo sociale, mettendo a disposizione di entrambi il *know how* tecnico di cui dispone. Si individua il percorso da seguire nel quale le conoscenze fornite dalla innovazione informatica consentono di avviare adeguati processi di trasformazione delle attuali realtà.

La Commissione europea da tempo ha ben compreso che il settore finanziario svolge un ruolo chiave nel guidare gli investimenti verso tecnologie e imprese sostenibili, a tal fine dando supporto ad una crescita di lungo termine in grado di contribuire alla creazione di un'economia fondata sulla integrazione dei cd. fattori ESG, legando in tal modo l'azione dell'UE all'obiettivo di realizzare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali<sup>68</sup>. In tale logica è stata promossa l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari. Si è, quindi, dato avvio al cd. *Sustainable and Responsible Investment* (SRI), la cui diffusione a livello globale appare correlata all'incremento della fiducia degli investitori in attività coerenti con gli obiettivi ambientali e sociali definiti nelle sedi internazionali. poc'anzi menzionate.

Successivamente, la previsione di un *Action plan* - destinato a costituire uno dei principali elementi del *Green Deal* europeo - ascrive peculiare importanza alla definizione delle linee strategiche per la realizzazione di un sistema finanziario che sostenga il programma di una crescita sostenibile<sup>69</sup>. Ad esso hanno fatto seguito numerosi altri provvedimenti in materia – assunti sia dalla stessa Commissione, sia dal Parlamento europeo – nei quali si evidenzia la necessità di attuare la massima trasparenza nell'*agere* finanziario, sì da consentire agli investitori di selezionare in

---

<sup>68</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Accordo di Parigi*, visionabile su [https://ec.europa.eu/clima/policies/international\\_negotiations/paris\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international_negotiations/paris_it), nel quale 195 paesi hanno adottato la prima convenzione universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale. Nell'occasione, infatti, venne definito un piano d'azione globale, inteso ad evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C.

<sup>69</sup>L'8 marzo del 2020 la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile: con questo documento, presentato il 22 marzo a Bruxelles, l'UE si è dotata di una tabella di marcia per rafforzare il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile, in linea con l'Accordo di Parigi sul clima.

maniera coerente i *benchmark* da utilizzare per confrontare la *performance* di un portafoglio con l'andamento del mercato<sup>70</sup>.

È evidente come divenga per tal via possibile costruire strategie di lungo termine, orientate al perseguimento della tutela ambientale ed alla realizzazione di una positiva socialità. La *roadmap* segnata dalla Commissione identifica un cambiamento di *policy* rispetto al passato che attesta la serietà degli impegni presi dagli Stati membri. In essa si prefigura una transizione adeguata a tutti gli operatori, in quanto preordinata ad incentivare il passaggio, in modalità gradualità, verso modelli più sostenibili. Di fondo emerge la consapevolezza che, ove gli interventi da disporre *in subiecta materia* siano in qualche modo ritardati, si va incontro al grave rischio di dover affrontare, in futuro, i costi molto più elevati di modifiche strutturali e funzionali rese indispensabili dagli impatti devastanti sull'ecosistema che si verificano nel frattempo.

Particolarmente significativa, in tale contesto, è la minimizzazione dei rischi costituita dalla *environment social* e dalle regole di *governance* con cui si integrano i processi decisionali in vista di ottimali strategie di investimento. Tali interventi sono mirati, infatti, a promuovere un *agere* responsabile della politica e del settore finanziario, sostenendo le attività economiche ecocompatibili; ciò, in una logica volta a potenziare i livelli di crescita del sistema produttivo e, più in generale, il benessere della collettività. In tale contesto, il «*Quadro temporaneo per gli aiuti di Stato*», adottato dalla Commissione a marzo 2020, ha attivato un sostegno necessario e proporzionato alle imprese in difficoltà da parte degli Stati membri; in tal modo, al fine di evitare indebite distorsioni del 'mercato unico', si è assicurata parità di trattamento tra le medesime, integrando la politica della concorrenza con quelle sociali ed economiche dell'Unione per sostenere i settori e i lavoratori più colpiti, atte-

---

<sup>70</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *eGovernment Benchmark 2019: trust in government is increasingly important for people*, visionabile su <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/egovernment-benchmark2019-trust-gover-nment-increasingly-important-people>.

nuando quindi l’impatto della crisi pandemica sulle imprese, incluse le PMI <sup>71</sup>.

Sulla base di quanto precede è evidente come l’orientamento delle autorità europee persegua l’obiettivo di modificare la tendenza della grande finanza verso gli alti rendimenti notoriamente rischiosi; in tal senso orientano le modifiche disciplinari che, in campo bancario, hanno sottoposto a revisione la *Capital Requirements Directive*, cd. CRD IV, introducendo apposite misure di *governance*. Va, inoltre, segnalata l’azione in materia svolta dalle autorità europee di supervisione bancaria, le cd. ESAs, le quali si stanno attivando per misurare e monitorare i rischi ESG, sviluppando metodologie che si compendiano in accurati *stress-test* sugli operatori presenti nei mercati<sup>72</sup>.

In tale quadro rilevano, inoltre, le iniziative della BCE: quest’ultima ha, infatti, declinato una serie di *stress-test* sul rischio climatico, in quanto ha avvertito «una crescente consapevolezza che le banche e le istituzioni finanziarie sono esposte a rischi [...] causati da calamità naturali e cambiamenti climatici», come di recente ha sostenuto la presidente Christine Lagarde<sup>73</sup>. Da qui l’esigenza di evitare una disordinata transizione verso il cambiamento, attivando una valutazione sistematica dei ri-

---

<sup>71</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Una politica della concorrenza pronta a nuove sfide*, Bruxelles, 18.11.2021, COM(2021) 713 final.

<sup>72</sup>E’ appena il caso di ricordare che l’EIOPA a fine luglio 2019 ha pubblicato, per la consultazione, un *Discussion Paper* in materia di principi metodologici per l’effettuazione di stress test nel settore assicurativo, nel quale la valutazione si estende anche ai rischi climatici; cfr. [www.panoramaassicurativo.ania.it/admin/plugin](http://www.panoramaassicurativo.ania.it/admin/plugin).

Analogamente, l’EBA ha previsto la definizione di *stress test verdi* per la verifica della tenuta dei bilanci delle banche al rischio climatico, al fine di valutare la possibilità di mettere in atto eventuali contromisure; cfr. l’editoriale intitolato *Banche, ecco gli stress test verdi. Sotto esame dieci big europei*, visionabile su <https://iusletter.com/oggi-sulla-stampa/banche-gli-stress-test-verdi-esame-dieci-big-europei>.

Da ultimo, con documento del 6 febbraio 2020, anche l’ESMA è intervenuta sulla finanza sostenibile, pubblicando un «piano strategico» connesso alla valorizzazione dei fattori ESG; cfr. ESMA, *Final Report, ESMA technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, 30 aprile 2019; ID., *Final Report, ESMA technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS directive and AIFMD*, 30 aprile 2019. In particolare, in tale piano si individuano le aree d’intervento (i.e. l’armonizzazione delle attività di vigilanza nazionale, la vigilanza diretta, che sarà attuata già dal 2020, con l’emanazione delle *Linee Guida* in materia di trasparenza del rating del credito, valutazione dei rischi mediante monitoraggio del mercato).

<sup>73</sup>Cfr. l’editoriale intitolato *Banche: Lagarde, esposte a rischi climatici rilevanti, avviato lavoro su stress test*, visionabile su [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_05.02.2020\\_13.52\\_40825274](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_05.02.2020_13.52_40825274).

schi climatici e, dunque, stabilendo *standard* elevati per la *disclosure* dei rischi in parola; è indubbio, peraltro, che l'incorporazione di requisiti ambientali, sociali e di *governance* nelle regole prudenziali, avvenuta con la approvazione della CRR II e della CRD V, è destinata ad innovare le aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa. Notevole, altresì, è la circostanza che la '*Guida sui rischi climatici e ambientali*', emanata nel maggio 2020 dalla BCE, contiene puntuali regole che evidenziano l'intento «di reindirizzare i flussi finanziari verso investimenti sostenibili, di integrare sistematicamente la sostenibilità nella gestione del rischio e di rafforzare la trasparenza e la visione a lungo termine»<sup>74</sup>.

Le importanti indicazioni formulate dai vertici europei in ordine alle modalità esplicative di una supervisione finanziaria coerente con i mutamenti del quadro di riferimento sul quale incidono i relativi interventi rischiano, tuttavia, di non poter conseguire gli esiti desiderati. Ciò a causa delle nuove problematiche derivanti dal conflitto russo/ucraino, le quali condizionano in maniera determinante la prospettiva di una serena realizzazione del programma di riforme sopra delineato.

Mi riferisco, in particolare, alla grave crisi energetica che si profila all'orizzonte a seguito delle misure sanzionatorie imposte alla Russia, le quali si riflettono in termini negativi non solo sul programma di contrasto al cambiamento climatico, ma anche sulla stessa attuazione dei 'piani' nazionali che i singoli Stati UE devono sottoporre alle autorità istituzionali europee al fine di conseguire le elargizioni finanziarie previste dal *Recovery Fund*. Al riguardo, è il caso di far presente che il meccanismo sul quale si fonda l'intervento finanziario dell'UE rimette all'azione dei singoli Stati membri il potere/dovere di dar concretezza alle riforme ed ai programmi che si prefiggono di effettuare in vista di un «cambio di passo» per assicurare la ripresa e supportare le prossime generazioni; donde l'esigenza di evitare la prospettiva di un'operatività di lungo periodo la quale - oltre a ritardare l'attività di

---

<sup>74</sup>Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, 2020, p. 3.

rifondazione della compagine europea - rischia di compromettere gli esiti del faticoso processo decisionale svoltosi in sede europea che, come si è detto, ha portato al *Next Generation UE*.

Si delinea uno scenario caratterizzato da una crescente complessità nel quale le modifiche disciplinari del sistema finanziario - avviate dagli Stati membri per facilitare la transizione ecologica - potrebbero risultare insufficienti ovvero divenire irrealizzabili. Tale evenienza, con tutta probabilità, dovrà comportare un riesame del progetto politico/economico adottato dai vertici europei per un adeguamento alla realtà post crisi, finalità dianzi menzionata. Di certo viene a configurarsi la necessità di un più stretto raccordo tra l'azione di supervisione spettante agli Stati membri e quella di competenza del cd. triangolo istituzionale europeo (*i.e.* Commissione, Consiglio e Parlamento)<sup>75</sup>; si da indurre gli uni e l'altro verso più intense forme di coesione/collaborazione, ispirate dalla consapevolezza che l'Europa del futuro trova la sua ragion d'essere unicamente nella concordia e nella unitarietà che ne assicura la sopravvivenza.

10. Passando ad esaminare il 'caso Italia', va subito detto che le criticità recate dalle crisi al sistema economico/finanziario inducono a ravvisare nel nostro Paese la presenza dei presupposti per un intervento riformatore dei meccanismi di controllo pubblico sugli appartenenti al settore del credito.

Necessita, tuttavia, premettere che per accertare le forme di un corretto cambiamento dell'impianto ordinatorio della supervisione si deve tener conto, per un verso, delle significative modalità che al presente connotano l'organizzazione e l'operatività degli intermediari, per altro delle linee di tendenza che, negli ultimi anni, hanno conferito una nuova vettorialità alla azione dell'Organo di vigilanza.

---

<sup>75</sup>Cfr. CAPRIGLIONE - SACCO, *Politica e finanza nell' unione europea*, Padova, 2015, p. 65 ss, ove sono analizzate le modalità costitutive del centro decisionale dell'UE, muovendo dall'esame dell'assetto organizzativo dell'ordinamento europeo come delineato dalla regolazione antecedente all'entrata in vigore del Trattato di Lisbona.

Quest'ultimo, infatti, sul piano delle concretezze ha ampliato la sua sfera d'azione avvalendosi di organismi (*rectius*: entità soggettive) che sono stati creati per finalità diverse (ad esempio: il «Fondo di tutela dei depositi») da quelle che essi oggi - a seguito di un'interpretazione *estensiva* dei loro compiti istituzionali - svolgono in forme tecniche, direttamente riconducibili all'attività propria dell'autorità nazionale preposta al settore.

Significativo appare, infatti, il ridimensionamento della tradizionale funzione intermediatrice che contraddistingue l'attività bancaria: esso è dovuto a motivazioni diverse, quali la perdita della fiducia nel mercato da parte dei risparmiatori, la presenza di una regolazione troppo stringente e, soprattutto, l'affermazione di nuove tecniche nella circolazione del capitale finanziario da soggetti in *surplus* verso altri in *deficit*. Da qui il riscontro di una metamorfosi delle modalità di funzionamento del sistema creditizio, la quale si caratterizza per la tendenza a ricercare in variegata sedi adeguate opportunità finanziarie: dall'attivazione di investimenti meno rischiosi di quelli effettuati in ambito bancario, alla richiesta di finanziamenti da conseguire a condizioni particolarmente favorevoli.

Pertanto, l'analisi deve essere orientata, in primo luogo, alla ricerca delle modalità con cui l'organo di vigilanza italiano si pone nei confronti dei nuovi paradigmi operativi idonei ad assicurare che i gangli del sistema normativo ricomprendano una serie di fenomeni che fino a tempi recenti fuoriuscivano dall'ambito di attenzione della legislazione speciale. Ciò richiede ovviamente una capillare ricognizione del tessuto economico e finanziario sul quale si interviene, stante la primaria finalità di colmare vuoti normativi che minano la competitività ed espongono a rischi la stabilità del sistema. È opportuno, poi, che ad essa faccia seguito una reinterpretazione della nota clausola prudenziale della «sana e prudente gestione», parametro valutativo della condotta degli intermediari.

Al riguardo, rileva una recente riflessione di Marco Sepe il quale considera detta clausola «architrave della *sostenibilità* dell'impresa bancaria» in quanto - do-

po una prima menzione nella seconda direttiva banche (dir. n. 646/1989/ CEE) con riferimento alla qualità dei soci delle banche - è stata confermata dal legislatore europeo anche in altri provvedimenti: direttive CRD IV e CRD V (rispettivamente nn. 2013/36/UE e 2019/878/UE) e regolamento CRR 575/2013 (come modificato dal CCR2, reg. UE 2019/876) relativo ai requisiti prudenziali degli enti creditizi e delle imprese d'investimento<sup>76</sup>. Più in particolare, deve essere valorizzata la funzione della formula in parola, che è indicativa di un esercizio di funzioni gestorie idoneo a preservare da rischi o risanare eventuali situazioni finanziarie deteriorate; essa deve assurgere, pertanto, a misura di un efficace sistema di *governance* in grado di garantire lo svolgimento di un'attività che cresca con ritmo regolare dovuto alla mancanza di tensioni e di vulnerabilità da inadeguata prevenzione.

A ben considerare, da tale assunto è dato evincere l'essenza di un modello operativo fondato sulla integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali e, dunque, in grado di valutare la fattibilità di un *agere* finanziario a fondamento del quale si rinvenga una valutazione dei requisiti patrimoniali delle banche ricalibrati in funzione del rischio degli investimenti da effettuare, per cui sia possibile assicurare comunque la stabilità finanziaria di sistema. Da qui l'esigenza di reinterpretare i canoni ai quali tradizionalmente si è ispirata la regolazione bancaria italiana: la "difesa del risparmio" ed il regolare "esercizio della intermediazione" creditizia, entrambi da sempre perno di un contesto normativo orientato in chiave prudenziale; ciò ipotizzando una loro rivisitazione che ne esalti la riferibilità alle tematiche che le recenti crisi hanno posto al centro degli interessi della società civile.

Ne consegue che ai menzionati orientamenti della regolazione finanziaria europea deve corrispondere una supervisione correlata alle tendenze derivanti dal mutamento che, nell'attuale realtà economica, presentano i modelli di *business* e

---

<sup>76</sup>Cfr. *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di Passalacqua, Milano, 2022, ove si precisa che significativi richiami alla clausola della «sana e prudente gestione» si rinvencono anche nella disciplina europea relativa ai servizi finanziari (dir. 2014/65/UE, c.d. MIFID II) e in quella concernente le assicurazioni (dir. 2009/138/CE, c.d. Solvency II)

*governance*, attualmente indirizzati da *driver* differenti rispetto a quelli tradizionali, conosciuti nel passato quali la tendenza al *greening* esaminato nelle sue variegate declinazioni (*greening competition law*, *greening financial services*, etc.), nonché la affermazione del digitale e delle altre variegata espressioni della *innovation technology*. In altri termini l'attività di vigilanza deve prendersi cura di includere, nel quadro delle ordinarie verifiche disposte per i riscontri di stabilità aziendale, specifici spazi d'indagine per accertare che le scelte del *management* aziendale tengano conto anche delle necessità derivanti dagli impegni che ai medesimi derivano da un doveroso conformarsi al criterio della sostenibilità<sup>77</sup>.

In tale contesto appare verosimile, altresì, la verifica di un reale efficientamento del settore connesso al passaggio dall'«analogico al digitale», che - come di recente ha evidenziato Guido Alpa - consente lo snellimento dei flussi di lavoro conseguibile attraverso l'automatizzazione delle attività<sup>78</sup>; donde la necessità di un'azione di vigilanza che riveda criticamente anche l'attuale assetto organizzativo degli intermediari, impegnati tra l'altro a fronteggiare anche la pericolosa concorrenza che, in prospettiva, saranno in grado di esercitare le società *FinTech*. Queste, com'è stato sottolineato in dottrina, sono sempre più presenti sui mercati, svolgendo funzioni concernenti l'attività creditizia, i servizi di pagamento e le tecnologie a supporto dei servizi bancari e finanziari, vale a dire compiti che sono stati tipicamente propri degli appartenenti al settore<sup>79</sup>.

Da qui l'ineludibile esigenza di una supervisione che guidi le banche nel riuscire a fronteggiare l'ingresso sui mercati di *start-up* tecnologiche, le quali - avvalendosi di moderni strumenti informatici e della incertezza del quadro regolamenta-

---

<sup>77</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2021, p. 241 ss.

<sup>78</sup>Cfr. ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, 115 ss.

<sup>79</sup>Cfr. TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione, relazione al convegno su «Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione»*, Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017.



re di riferimento - potrebbero costituire una valida alternativa alle medesime<sup>80</sup>. Di certo, il problema di sviluppare una strategia digitale volta all'ammodernamento delle strutture informatiche è esigenza avvertita sia a livello degli appartenenti al settore, sia delle autorità di vigilanza: essa presuppone una programmazione di processi e strumenti desumibili dallo studio di «prototipi, basati su tecniche di *text mining*, per l'analisi dei documenti inviati dai soggetti vigilati»<sup>81</sup>.

Consegue l'esigenza - per vero già avvertita dalla Banca d'Italia<sup>82</sup> - di svolgere una riflessione in ordine alla possibilità che il funzionamento dei meccanismi tipicamente propri dell'intelligenza artificiale possano incidere su profili variegati dell'industria bancaria e finanziaria: dalla modalità di formulazione della domanda e dell'offerta di mercato<sup>83</sup>, allo sfruttamento di vantaggi (competitivi) ed economie (di scopo e di scala)<sup>84</sup>. Quel che appare doveroso approfondire, infatti, è la pericolosità di un'industria che - per effetto dell'uso di sistemi informativi avanzati - si caratterizzi per: (i) automatismi decisionali estranei al perimetro della *corporate governance*, (ii) parallelismi non collusivi nella domanda e nell'offerta di capitali e di rischi, nonché - in generale - (iii) asimmetrie atte ad allontanare gli scambi di mercato dai punti di equilibrio che massimizzano l'utilità sociale.

Ciò posto, ritengo che la ricerca di un innovativo paradigma della supervisio-

---

<sup>80</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *Fintech In Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017

<sup>81</sup>Cfr. BASKERVILLE - CAPRIGLIONE - CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss.

<sup>82</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali del Governatore*, Relazione annuale, Roma, 31 maggio 2021; VISCO I. *Intervento di chiusura del Webinar su "La transizione digitale nel credito"*, 22 aprile 2021; ID. *Intervento presso l'Associazione Bancaria Italiana in occasione della Assemblea degli Associati*, Roma, 6 luglio 2021 ove ha indicato che "Ho in più occasioni ricordato che l'innovazione, oltre a offrire grandi opportunità, espone gli intermediari anche a rischi. Frodi, attacchi informatici, utilizzi impropri dell'intelligenza artificiale costituiscono minacce dalle quali è necessario difendersi".

<sup>83</sup>Cfr. EZRACHI - STUCKE, *Artificial Intelligence & Collusion: When Computers Inhibit Competition*, in *Oxford Legal Studies Research*, Paper No. 18/2015

<sup>84</sup>Cfr. OMAROVA, *New Tech v. New Deal: Fintech As A Systemic Phenomenon*, in *Yale Journal on Regulation*, no. 735, 2019 ove si offre "a working taxonomy of principal mechanisms that both (a) enable private market actors to continuously synthesize tradable financial assets and scale up trading activities, and (b) undermine the public's ability to manage the resulting system-wide risks."

ne debba connotarsi per un' incisiva integrazione dell'assetto teleologico, che connota la funzione della finanza, con la originaria formulazione di quest'ultima, circoscritta in un ambito meramente tecnico. Quest'ultima evidenza, infatti, una crescente correlazione col miglioramento delle condizioni di sviluppo - e, dunque, di vita - della società civile; sicché, per quanto la logica operativa sottesa all'attività che ne connota l'essenza resta sempre orientata alla crescita del sistema produttivo, può oggi riconoscersi alla medesima un'interazione sul sociale in grado di riflettersi sul ruolo che la contraddistingue.

Pertanto, la vigilanza è chiamata a dare nuova linfa al processo democratico, che in un clima di rinascita culturale potrà trarre dalla esperienza delle recenti crisi la sintesi degli elementi strumentali e conoscitivi per avviare una ripresa in grado di coniugare efficienza, equità e sostenibilità. Da qui l'aspettativa di un cambiamento dell'*agere* politico, rispondente all'esigenza da molti avvertita di una innovativa attività d'indirizzo che collochi la finanza al centro del contesto economico e socio/politico che si va determinando: ciò conferendo ad essa una valenza, che per certi versi potremmo definire di natura valoriale stante la dimensione etica che è destinata ad assumere.

In tale contesto, puntuali indicazioni vengono dalle parole pronunciate in una recente intervista dall'on. Carla Ruocco, presidente della Commissione parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario; mi riferisco all'affermazione secondo cui «le stringenti regole europee in materia bancaria devono essere riviste per tener conto delle gravi problematiche che stiamo affrontando»<sup>85</sup>. È l'*incipit* di una presa d'atto che fa riflettere sull'esigenza di una ridefinizione dei rapporti tra i vertici dell'Unione e le autorità politiche nazionali per adeguarne la portata in modalità che consentono di garantire una piena ripresa economica.

---

<sup>85</sup>Intervista rilasciata al quotidiano *IlSole24Ore* il 30 aprile 2022.

11. Concludendo, ritengo che possano essere considerati maturi i tempi per ipotizzare il superamento della “crisi”, da me definita identitaria, che ha colpito la nostra autorità di vigilanza creditizia a seguito della traslazione di gran parte dei suoi poteri ad organismi europei<sup>86</sup>. Come ho avuto modo di segnalare in più occasioni, essa ha determinato “incertezze propositive” e “ritardi” nella linea operativa del nostro Organo di Vigilanza, dal medesimo pubblicamente riconosciuti<sup>87</sup>, nonché l’assunzione in taluni casi di un atteggiamento puntualmente definito dalla dottrina come neodirigistico<sup>88</sup> ovvero dimissionario e silente<sup>89</sup>.

Come si è anticipato necessita un’azione interventistica più decisa della autorità di vigilanza nazionale di fronte alla menzionata tendenza espansiva dei poteri di supervisione dei vertici europei; occorre, infatti, che essa dismetta l’atteggiamento di sostanziale appiattimento sulle indicazioni della BCE, talora interpretate addirittura in modalità estensive, come nel caso della incondizionata accettazione dell’orientamento che privilegia la grande dimensione bancaria<sup>90</sup>. Ed invero, la tesi sostenuta dal Governatore Visco secondo cui «per molti intermediari le limitate dimensioni, insieme con la loro prevalente specializzazione, spesso non consentono di effettuare i necessari investimenti in tecnologia, innovare prodotti e processi, sfruttare economie di scala e di diversificazione»<sup>91</sup> finisce, sul piano delle concretezze, con l’essere negatoria del principio di proporzionalità, oltre a pervenire al diniego del criterio pluralistico che da sempre ha connotato il sistema bancario italiano.

---

<sup>86</sup>Cfr. in particolare CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, 1 ss; F. CAPRIGLIONE, *Covid-19. What solidarity, what cohesion in the EU? Uncertainties and fears*, in *Law and economics yearly review*, 2020, p. 4 ss

<sup>87</sup>Cfr. VISCO I., *Intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio del 2017*, p. 9 delle Bozze di stampa

<sup>88</sup>Cfr. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?* in *Suppl. n. 4/2015 della Riv. Trim. Dir. Econ.*, p. 81 ss

<sup>89</sup>Cfr. ALPA- CAPRIGLIONE, *Il disagio delle Bcc e lo sguardo a via Nazionale*, in *IlSole24Ore*, 8 settembre 2020

<sup>90</sup>Cfr. BCE, ENRIA, *Intervento di apertura di Andrea Enria*, Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE, al workshop della Banca d’Italia sul quadro di gestione delle crisi bancarie nell’UE, pubblicato col titolo *La gestione delle crisi delle banche di medie dimensioni: la necessità di un approccio europeo*, Francoforte sul Meno, 15 gennaio 2021.

<sup>91</sup>Cfr. L’intervento di Visco all’ ABI (16 settembre 2020) pubblicato dalla Banca D’Italia col titolo *L’economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive*.

Consegue l'auspicio che la nostra autorità di vigilanza attui una svolta nella sua linea comportamentale, evitando la *zoppia* del sistema europeo dovuta ai limiti della 'formula intergovernativa' e del 'meccanismo comitologico', i quali facendo arretrare la politica preludono ad un possibile primato della tecnica su quest'ultima<sup>92</sup>. Tale risultato se poteva apparire in passato per certi versi giustificabile, quando l'opzione della Unione era una regolazione riguardante soprattutto la stabilità degli intermediari e la prevenzione e gestione delle crisi, di certo deve essere evitato, nel presente contesto operativo, caratterizzato da una crescente complessità. Oggi è necessario 'rompere i vecchi schemi procedurali' che spesso causano 'opacità' e sono di ostacolo allo svolgimento di relazioni tra gli organi tecnici dell'ordinamento finanziario, europeo e domestico, oggi più di prima obbligati ad essere coerenti con l'obiettivo di una integrazione socio/politica fondata sulla solidarietà, oltre che sulla convergenza economica e giuridica.

Necessita un cambiamento di mentalità, una innovativa volontà di reinventarsi i processi, di ricercare nuove strade e nuove tecniche per consentire al settore di superare le difficoltà di cui in precedenza si è detto. Ne deriva, altresì, una "centralità" nuova della Banca d'Italia, chiamata ad assecondare le moderne esigenze di un sistema finanziario in trasformazione. Essa è riconducibile, per un verso, alla specificazione dei poteri amministrativi nell'azione di vigilanza (che, come in precedenza ho evidenziato, si compendia essenzialmente in una più penetrante funzione di "accertamento"), per altro ad una più contenuta azione propulsiva dell'autorità politica, quale si riscontra a fronte di forme di governo tecnico amministrativo, che possono essere realizzate solo da parte di autorità cui sia garantita autonomia ed indipendenza dal potere politico.

Pertanto, sembra opportuno che l'autorità nazionale contrasti - o quanto meno contenga in un ristretto ambito - la tendenza della BCE ad assumere una po-

---

<sup>92</sup>Cfr. CAPRIGLIONE - SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'UE*, Padova 2015, pp. 65ss e 88ss

sizione di primazia, la quale inevitabilmente finisce col sostituirsi all'incontro dialettico che dovrebbe caratterizzare le modalità esplicative di equilibrate forme di supervisione tecnica; diversamente, all'interno della realtà nazionale potrebbero verificarsi situazioni di *caos* decisionale, che rendono difficile identificare le istituzioni cui va imputata la responsabilità di alcune linee strategiche. Ciò, prescindendo ovviamente da ipotizzabili commistioni di ruoli configurabili nel passaggio di esponenti di una autorità domestica a posizioni di rilievo nella BCE ovvero nel SEVIF.

Va da sé che la logica riformatrice in parola a livello di operatività finanziaria domestica comporta una modifica degli strumenti e delle modalità tradizionali della supervisione che si compendia nel riconoscimento di maggiore autonomia decisionale agli intermediari, sì da favorirne l'inserimento nel mercato; ciò presuppone, peraltro, un maggior autocontrollo e un più forte senso di responsabilità di questi ultimi cui dovrebbe affiancarsi il conseguimento di più elevati livelli di professionalità.

È evidente come si individuino i presupposti di un'attività di vigilanza orientata ad una maggiore elasticità delle forme d'intervento. Ed invero, di fronte a forme operative che non coinvolgono direttamente i capisaldi della funzione creditizia, le verifiche dell'autorità potrebbero essere limitate al solo riscontro della esistenza di un'adeguata capacità gestionale negli appartenenti al settore; ciò con la conseguenza che una parte dell'attività bancaria venga sottratta all'applicazione dei requisiti prudenziali a fronte di una significativa tendenza per l'*obiettivizzazione* delle valutazioni tecniche da parte dell'Organo di controllo. Da sottolineare, infine, una ipotizzabile limitazione della 'discrezionalità' nell'attività di supervisione e, dunque, il superamento di particolari vincoli imposti agli intermediari. L'innovazione tecnologica asseconda detto processo di modifiche che è favorito dall'utilizzo di algoritmi decisionali che «il sistema di vigilanza bancaria è tenuto ad assumere», come è stato puntualmente sottolineato<sup>93</sup>.

Nel contempo, sarebbe opportuna la chiarificazione delle linee strategiche

---

<sup>93</sup>Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, p. xv

che, negli ultimi anni, hanno visto una crescente interazione, nella risoluzione delle crisi degli enti creditizi, tra la Banca d'Italia ed il Fondo di tutela dei depositi. Quest'ultimo, infatti, in una 'strana' interpretazione del proprio ruolo, sta assolvendo la funzione di 'ponte finanziario' nel mantenimento in vita di banche in dissesto che attendono un compratore al prezzo di 'nummo uno', il quale in questo 'articolato marchingegno' agisca da *cavaliere bianco*. Per non dire, infine, dell'esigenza di conferire vera autonomia decisionale alle sezioni dell'ABF, le quali - avvalendosi di un'avanzata collaborazione delle 'segreterie tecniche' messe a disposizione dalla autorità di vigilanza - di certo non presentano «carattere di terzietà» rispetto ai destinatari dei loro provvedimenti, come ebbi a sottolineare all'indomani della istituzione di tale Organismo negandone il carattere giurisdizionale; tesi confermata poi dalla Corte Costituzionale<sup>94</sup>.

A conclusione di questa mia riflessione è bene sottolineare che le modifiche cui ho fatto riferimento tengono conto dell'esigenza di ripristinare il «circuito democratico rappresentativo»; ciò in quanto il conferimento alla BCE della "supervisione bancaria" interagisce sulle modalità gestionali di tale funzione, rimessa all'autonomia decisionale di detta autorità europea. Sicché, la sua responsabilità «nei confronti di organi eletti a suffragio universale diretto sembra sfumare nell'assai più *soft* concetto di *accountability*»<sup>95</sup>.

Se ne deduce che il profilo dello Stato ordinamento come monopolista della gestione della "cosa pubblica" attenua la sua valenza esplicativa; siamo in presenza, infatti, di un «processo di depoliticizzazione» che, stando alle indicazioni di Carl Schmitt, segna il passaggio dalla politica alle "categorie del politico"<sup>96</sup>. È evidente l'urgente necessità che la politica recuperi il «ruolo guida», sotteso all'esercizio del-

---

<sup>94</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo dell'ABF tra funzione giustiziale e supervisione bancaria*, in AA.VV., *ABF e supervisione bancaria*, Padova, 2011.

<sup>95</sup>Cfr. IBRIDO, *L'Unione Bancaria Europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, p. 237.

<sup>96</sup>Cfr. SCHMITT, *Le categorie del politico. Saggi di teoria politica*, a cura di Miglio e Schena, Bologna, 1972, *passim*.

le funzioni sue proprie; ciò eviterà carenze e ritardi che possano giustificare una supplenza della tecnocrazia, con il rischio di creare ulteriori impedimenti al processo di *integrazione politica* europea, che oggi - forse anche a causa delle crisi dell'ultimo decennio e del recente evento bellico - sembra avviato ad un nuovo corso, essendo ormai unanime il convincimento che «siamo più forti insieme», come in più occasioni ha sostenuto Ursula von der Leyen.

**Francesco Capriglione**

## PANDEMIA, DEBITI SOVRANI E POLITICHE DI BILANCIO: RISCHI E OPPORTUNITÀ NEL FUTURO DELL'EURO \* \*\*

*(Pandemic, sovereign debts and budget policies:  
risks and opportunities in the future of the euro)*

**ABSTRACT:** *In the complex global economic and geo-political scenario outlined by the pandemic and the Russian-Ukrainian conflict, the no-bail out clause enshrined in the European Treaties has become even more anachronistic with respect to the actual needs of the Eurozone. The global financial crisis and the subsequent balance of payments and sovereign debts crisis in the periphery of the Euro Area had already highlighted the unsustainability and fragility of this set-up. The recent pandemic crisis and the energy crisis triggered by the conflict in Ukraine have, however, made even more evident the indispensability of joint and coordinated action at the level of the entire monetary union to face the new challenges of the current era and definitively stem the differences between the individual Member States.*

*Some measures launched in recent years go in this direction and confirm that the time is now ripe to implement reforms capable of structurally improving the functioning of the Euro Area and increasing its resilience and stability. The first fundamental step is a transversal application of the principle of risk sharing between Member States, starting with the risks on the public debts of individual countries. A similar objective can be achieved through a revision of the architecture of the European Stability Mechanism which, in compliance with market logics, would allow the gradual transition towards a single European public debt and towards the creation of a European Agency for the management of public debt and investments. The future of the Eurozone is inextricably linked to the ability to successfully achieve the evolution from monetary union to monetary and fiscal union in a reasonably*

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

\*\* Le opinioni qui espresse sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente la posizione ufficiale delle istituzioni cui appartiene.

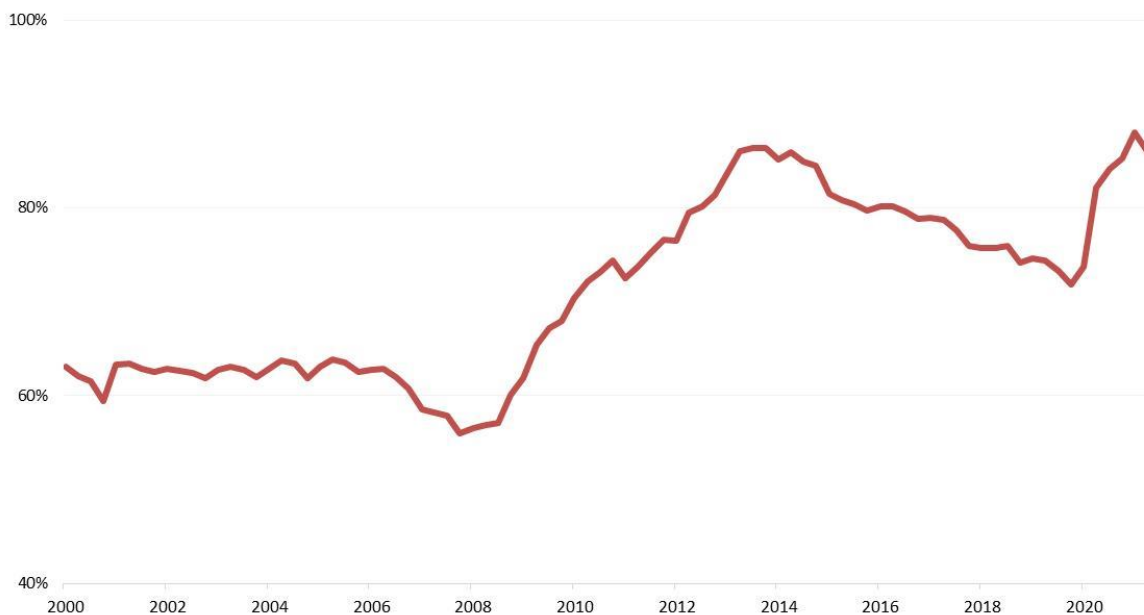


*short time.*

**SOMMARIO:** 1. La pandemia ed il debito pubblico nell'Area Euro. - 2. La revisione delle regole sui conti pubblici - 3. *Un nuovo ESM per il risk sharing sui debiti pubblici* - 3.1. L'assetto attuale dell'ESM – 3.2. La proposta Dosi-Minenna-Roventini-Violi - 3.3. ESM 2.0: ufficializzare il risk-sharing. –3.4. Usare la leva finanziaria per stimolare gli investimenti.

1. Esaminando il valore medio del rapporto debito pubblico-PIL dei Paesi appartenenti all'Eurozona dal 2000 ad oggi si riscontra agevolmente come, a seguito degli shock che si sono succeduti dal 2008 in poi (crisi finanziaria internazionale, crisi dei debiti sovrani dell'area Euro e crisi pandemica), tale valore sia passato da un livello intorno al 60% ad uno che ormai è prossimo al 90% (cfr. Figura 1).

Figura 1 – Area Euro: media dei rapporti Debito / PIL dei Paesi membri



Nel 2021, tuttavia, l'incremento del debito pubblico – nonostante il periodo pandemico – è stato mitigato da un'improvvisa fiammata dell'inflazione che ha portato in territorio profondamente negativo i tassi d'interesse reali.

In relazione all'Area Euro, osservando le variazioni percentuali trimestrali del debito con o senza deflatore, è evidente – specie per la Germania – la riduzione dello stesso laddove considerato in termini reali dovuta alle dinamiche inflattive (cfr. Figure 2 e 3).

Figura 2 – Area Euro: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore

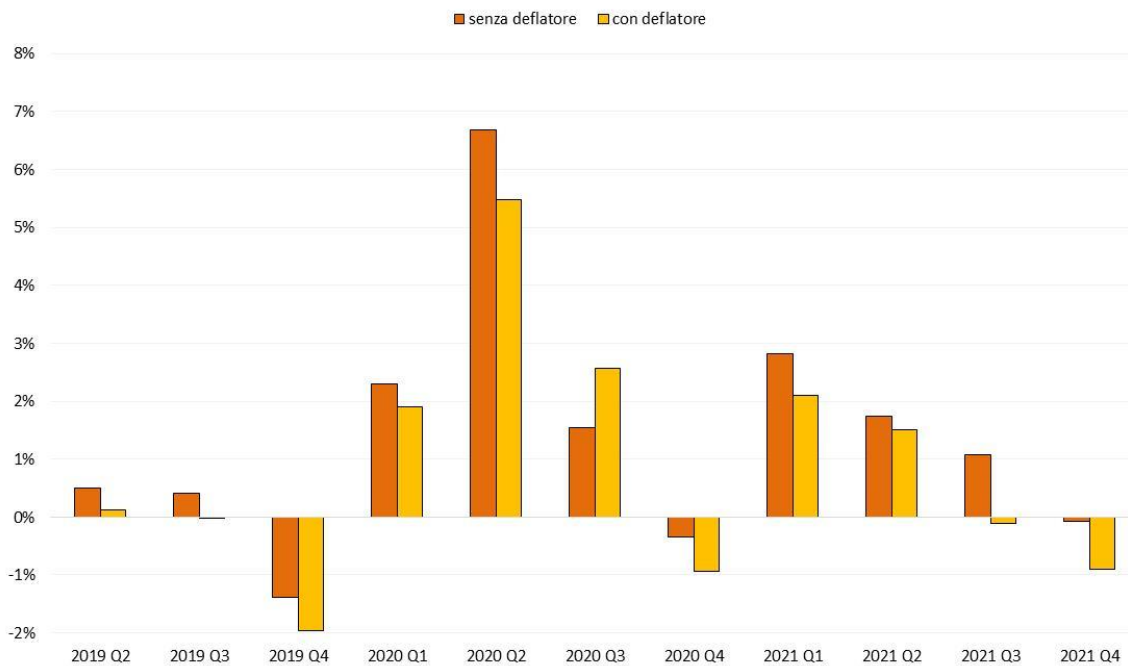
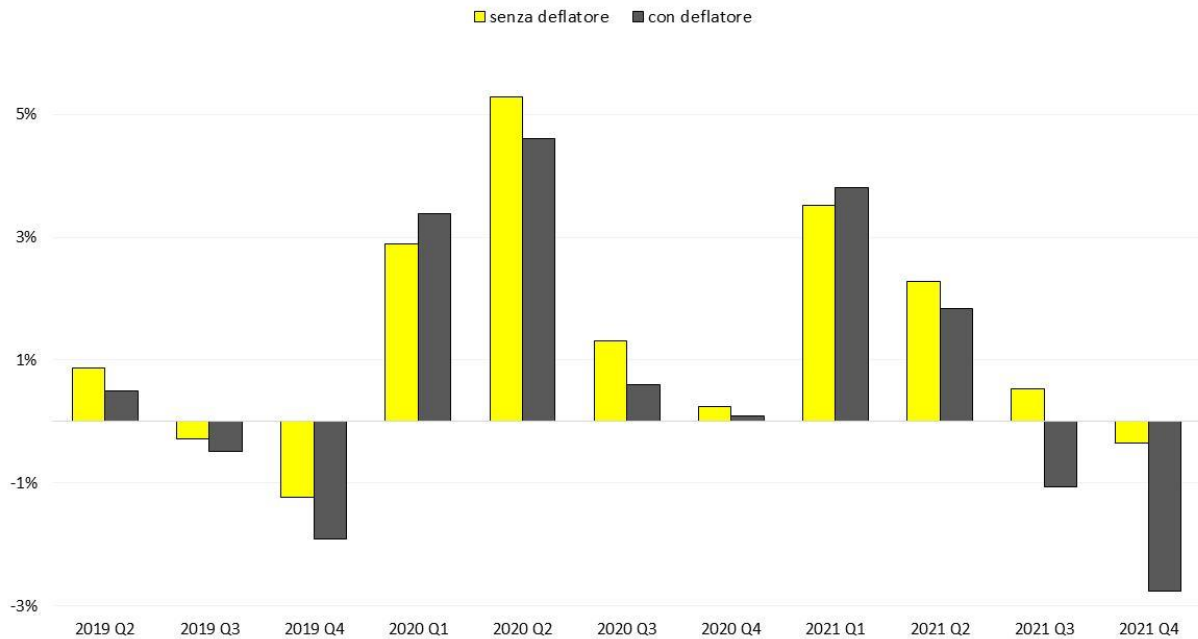
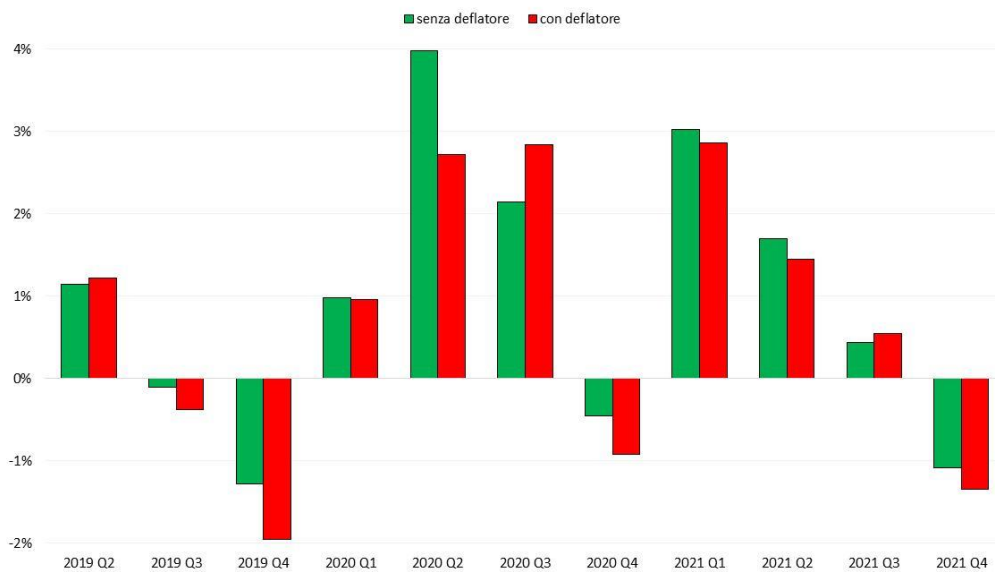


Figura 3 – Germania: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore



Anche per quanto riguarda l'Italia si registra un beneficio derivante dalla ripresa dell'inflazione. Infatti, l'aumento del debito pubblico, che in termini assoluti sarebbe preoccupante, è relativamente moderato (cfr. Figura 4) poiché, a determinate condizioni, in presenza di inflazione il rapporto debito-PIL ha la caratteristica di regolazione e automatica normalizzazione nel corso degli anni.

Figura 4 – Italia: Variazioni % trimestrali del debito con o senza deflatore

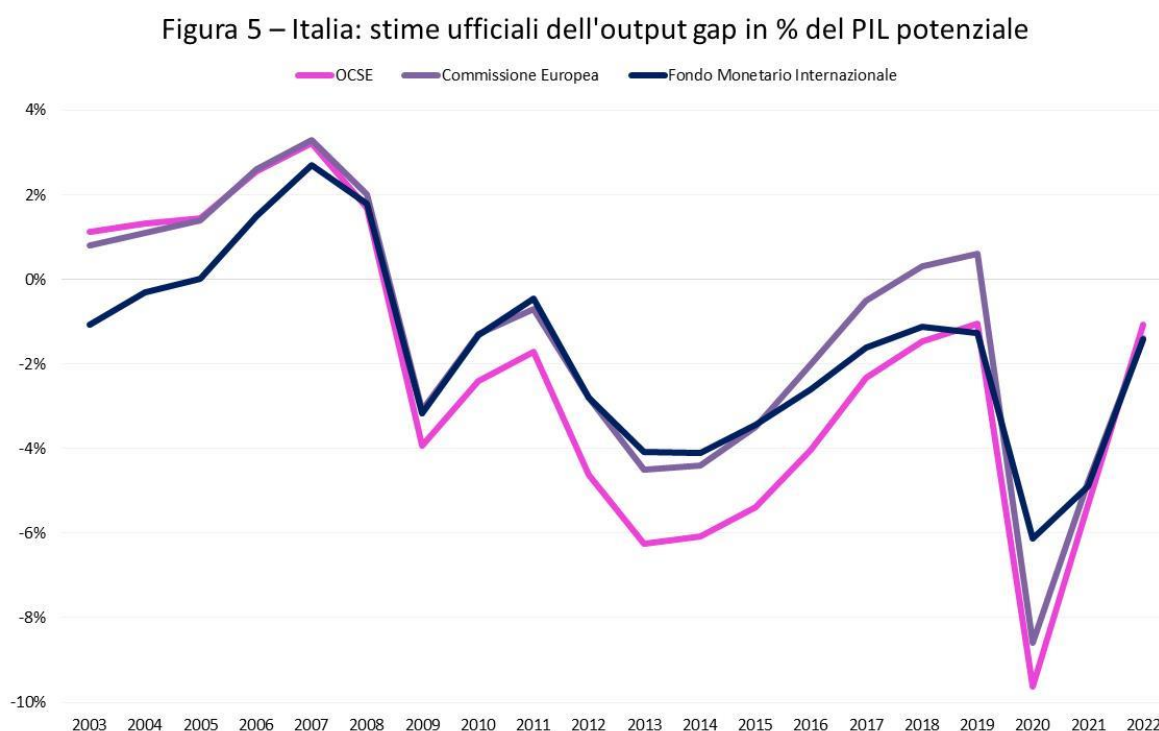


2. In merito alla revisione delle regole di bilancio Europee esistono ormai diverse proposte che mettono in discussione alcuni degli indicatori, anche statistici, che sono utilizzati per determinare la *compliance* o meno dei singoli Stati membri rispetto alla disciplina Europea.

Uno degli indicatori più controversi e criticati è l'*output gap*, che non è una grandezza osservabile bensì solo teorica la cui stima viene impiegata per quantificare la differenza tra il PIL effettivo e quello potenziale, cioè quello che si otterrebbe in un'economia nell'ipotesi di pieno utilizzo dei fattori produttivi e assenza di pressioni inflattive. L'*output gap* partecipa alla quantificazione del c.d. "saldo di bilancio strutturale" (ossia il saldo di bilancio pubblico al netto dell'effetto delle componenti *una tantum* e di quelle legate alla fase del ciclo economico), che a sua volta è una variabile-chiave per la determinazione dei margini di manovra fiscale a disposizione dei singoli governi.

Proprio per via della natura teorica dell'*output gap*, non esiste una metodologia univoca per la sua determinazione. Ne discende che metodologie differenti possono dare luogo a stime anche molto eterogenee dell'*output gap* che si traducono in spazi fiscali più o meno ristretti per un dato paese peraltro non di rado con indesiderate ripercussioni pro-cicliche.

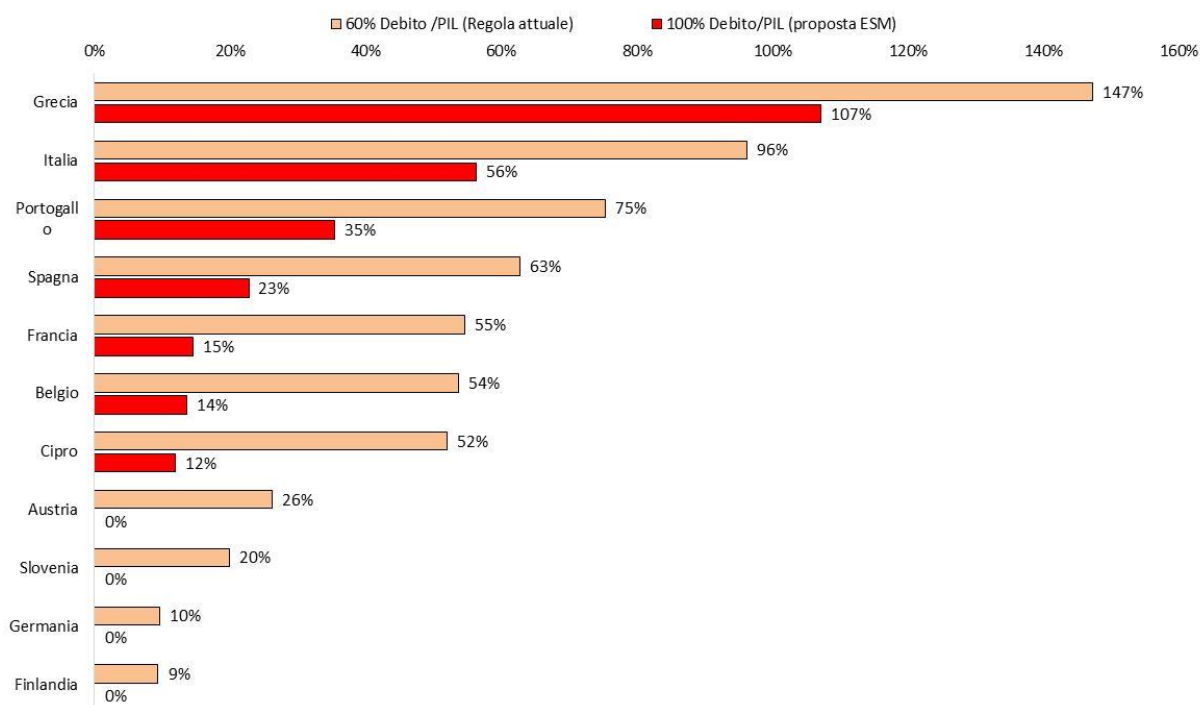
La Figura 5 riporta le stime dell'*output gap* dell'Italia effettuate da tre soggetti istituzionali differenti (OCSE, Commissione Europea e Fondo Monetario Internazionale): è immediato notare che vi sono sostanziali differenze tra le stime delle tre istituzioni, anche perché spesso le metodologie utilizzate si basano a loro volta su tecniche risalenti agli anni '30 come quelle della funzione di produzione Cobb-Douglas, rispetto alle quali andrebbe valutata la possibilità di un'evoluzione.



Di recente un *Discussion Paper* pubblicato dallo *European Stability Mechanism* (o *ESM*, anche noto come Fondo Salva-Stati dell'Eurozona) ha preso posizione sul tema evidenziando l'inopportunità della regola basata sul saldo di bilancio strutturale e sull'*output gap* e proponendo, in alternativa, una regola che stabilisca un limite massimo alla crescita della spesa pubblica pari alla crescita tendenziale del PIL con eventuali deroghe (maggiormente concessive) per paesi che sperimentino un *investment gap* certificato dalla Commissione Europea e dalla Banca Europea per gli Investimenti. Tale regola di spesa dovrebbe convivere con il limite massimo esistente del 3% al disavanzo pubblico, che si è mostrato empiricamente efficace, e con una più aggiornata soglia massima di riferimento per il rapporto tra debito pubblico e PIL.

In particolare, il *paper* sopra richiamato ritiene che un valore ragionevole per tale soglia sarebbe pari al 100%. La Figura 6 mostra l'impatto di una simile revisione rispetto al debito pubblico "in eccesso" dei diversi Stati Membri, chiaramente misurato rispetto alle dimensioni delle rispettive economie.

Figura 6 – Area Euro - Gap di debito rispetto alla soglia massima di riferimento  
Dati 2° trimestre 2021



3. L'esperienza pandemica e la crisi russo-ucraina hanno messo nuovamente in discussione i paradigmi di funzionamento dell'Eurozona, riportando il tema della condivisione dei rischi al centro del dibattito di economisti, mercati e *policymakers*. Tali esperienze hanno, infatti, confermato quanto già sostenuto da diversi osservatori sin dall'epoca della crisi dei debiti pubblici dell'Eurozona, vale a dire che l'incompletezza genetica dell'Unione economica e monetaria Europea derivante dalla mancanza di un'unione fiscale e di strumenti idonei a redistribuire le risorse, laddove necessario, tra i paesi membri costituisce il profilo di maggiore fragilità dell'Area Euro.

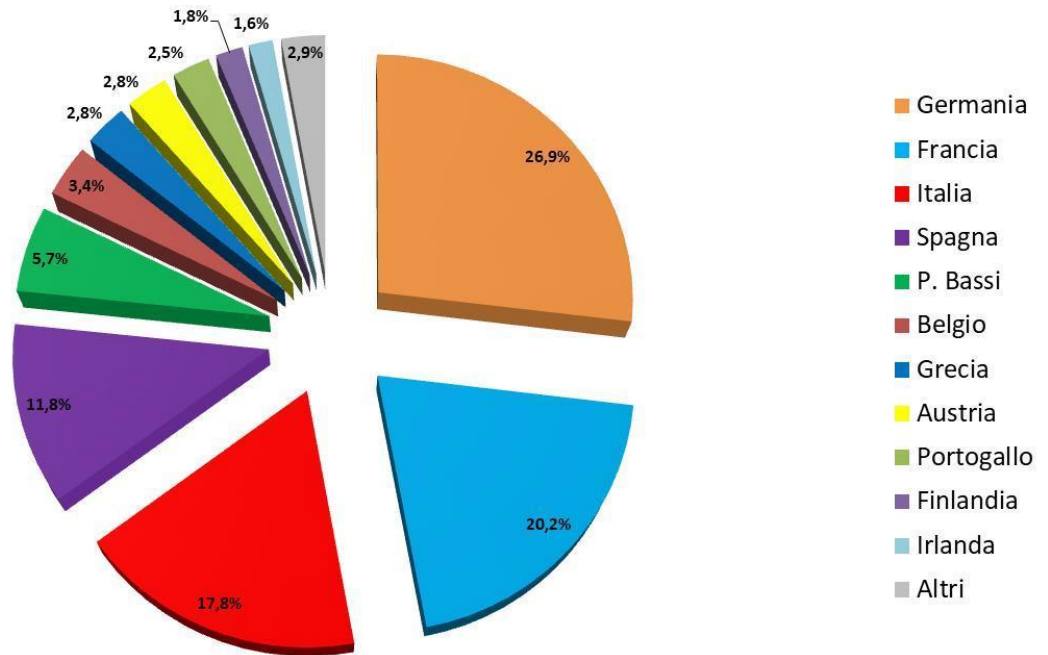
In un *paper* di alcuni anni fa (Dosi, Minenna, Roventini e Violi, 2019) si è proposta una riforma dell'architettura dell'ESM che mirava a risolvere in modo definitivo questa criticità. L'idea di base era che sia possibile porre in essere una graduale trasformazione del Fondo Salva-Stati in un garante del debito pubblico

dell'Area Euro con modalità tecniche rispettose delle regole di mercato. Nel medio-lungo termine l'ESM potrebbe altresì diventare l'istituzione preposta sia alla gestione del debito pubblico dell'Eurozona che alla funzione di *project financier* e gestore degli investimenti pubblici, di fatto qualificandosi come un Ministero dell'Economia federale dell'intera Unione Monetaria.

L'aspetto più delicato per una simile iniziativa di riforma sarebbe quello del possibile azzardo morale da parte dei paesi ad alto debito. Ciononostante, la proposta in argomento ritiene che questo tema potrebbe essere adeguatamente gestito grazie ai summenzionati meccanismi di mercato e a un *set* di stringenti regole di condotta (*covenants*) che renderebbero assai sconveniente per i paesi molto indebitati tanto l'uscita dallo schema di condivisione dei rischi quanto l'adozione di comportamenti opportunistici.

3.1. Nell'attuale *set-up* l'ESM ha un patrimonio azionario complessivo di 704,8 miliardi di euro sottoscritto dai paesi membri dell'Eurozona secondo quote di partecipazione molto simili a quelle della *capital key* della Banca Centrale Europea (cfr. Figura 7).

Figura 7 – Quote di partecipazione dei paesi dell'Eurozona al capitale dell'ESM



Solo l'11,4% del capitale sottoscritto è stato versato mentre il restante 88,6% non è stato ancora versato ed è rappresentato da *callable shares*, vale a dire azioni che possono essere "chiamate" dal Fondo Salva-Stati: ciò significa che il Fondo può chiedere ai propri azionisti-sottoscrittori di versare le corrispondenti quote di *equity* laddove così venga deciso in conformità a quanto previsto dalle regole di *governance* del Fondo medesimo.

Questa peculiare architettura fa dello *European Stability Mechanism* un veicolo finanziario esposto a elevati rischi di insolvenza/liquidità proprio nei momenti di maggiore criticità per via del grosso *gap* esistente tra capitale sottoscritto e capitale versato e della possibilità che i meccanismi decisionali del Fondo ne impediscano un'attivazione tempestiva. Al riguardo si noti che sui temi-chiave – come il richiamo delle *callable shares* o il via libera all'assistenza finanziaria ad un Paese membro in difficoltà – ciascuno dei tre maggiori azionisti del Fondo (Germania, Francia e Italia) può esercitare il diritto di veto.



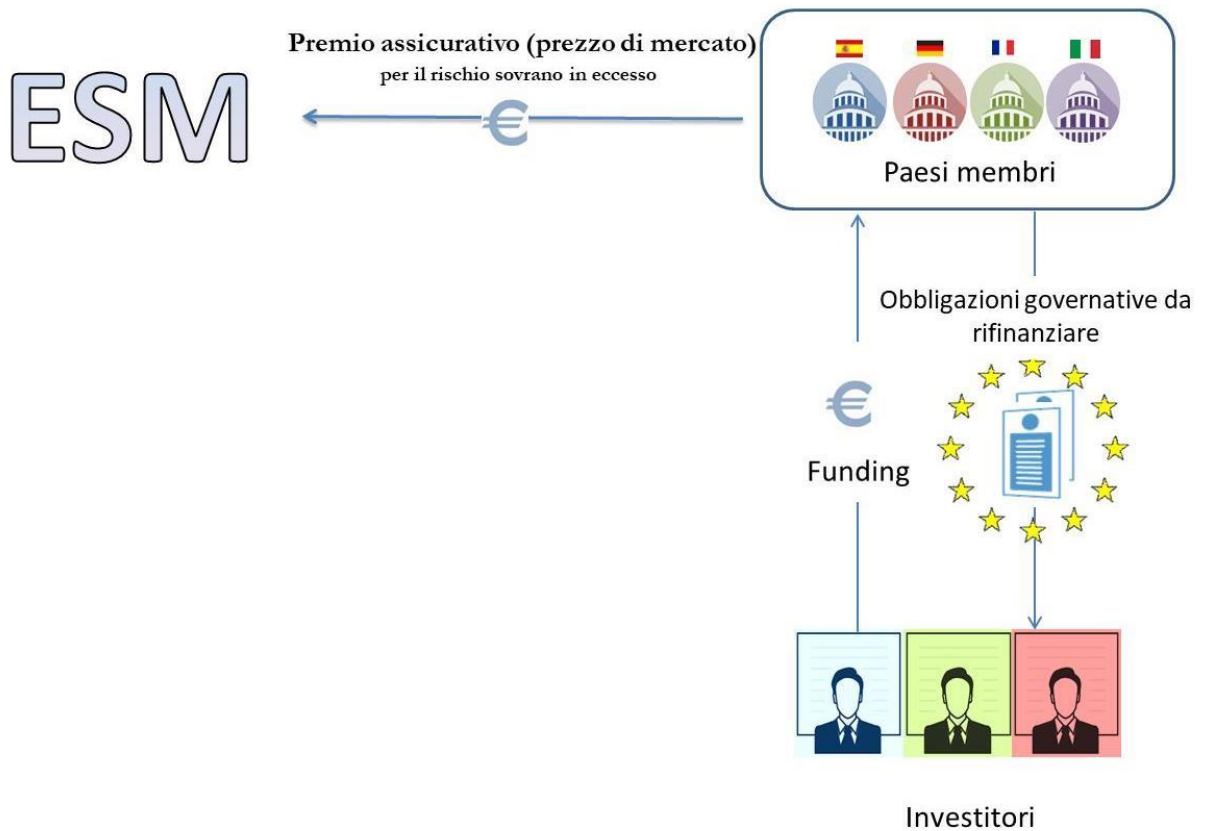
Si rammenta altresì che tutti i paesi che partecipano al capitale sociale dell'ESM hanno siglato anche il Patto di Bilancio (*Fiscal Compact*), ossia quell'accordo inter-governativo che impone ai paesi firmatari il rispetto del vincolo di pareggio del saldo di bilancio strutturale (v. sopra) o *golden rule*, inteso come un disavanzo di bilancio strutturale minore o uguale allo 0,5% del PIL (l'1% per i paesi il cui rapporto debito/PIL è inferiore al 60%).

Le suddette rigidità decisionali ed operative e le altre condizionalità associate al funzionamento dell'ESM fanno di questo strumento un meccanismo ormai obsoleto e inidoneo a tutelare in concreto la stabilità dell'Area Euro.

3.2. La riforma proposta da Dosi, Minenna, Roventini e Violi prevede che, man mano che i Paesi membri rifinanziano il debito pubblico in scadenza (per esempio, nel caso dell'Italia intorno ai 400 miliardi di euro ogni anno), gli stessi versino all'ESM un premio determinato secondo logiche di mercato per ottenere in cambio la garanzia del Fondo sul debito rifinanziato. Questa garanzia opererebbe come un derivato di credito (segnatamente un *Credit Default Swap* o CDS) sul debito sovrano rifinanziato e, pertanto, il premio a carico dello Stato-emittente sarebbe determinato secondo modalità simili a quelle utilizzate dai mercati finanziari per il *pricing* dei CDS sovrani (cfr. Figura 8).

In altri termini ciascuno Stato acquisterebbe un'assicurazione a copertura del proprio rischio di credito, in modo del tutto analogo a quello con cui due banche si accordano per la compravendita di un CDS sul rischio di credito di un determinato emittente sovrano. L'aderenza alle logiche di mercato impone che i paesi con un rischio di credito più alto paghino dei premi assicurativi più elevati e, per tale motivo, ciascun paese sarebbe chiamato a versare al Fondo Salva-Stati un premio direttamente proporzionale alla differenza (se positiva) tra il proprio CDS sovrano e la media dei CDS sovrani di tutti i paesi dell'Eurozona.

Figura 8 – il Meccanismo di garanzia dell'ESM a prezzi di mercato

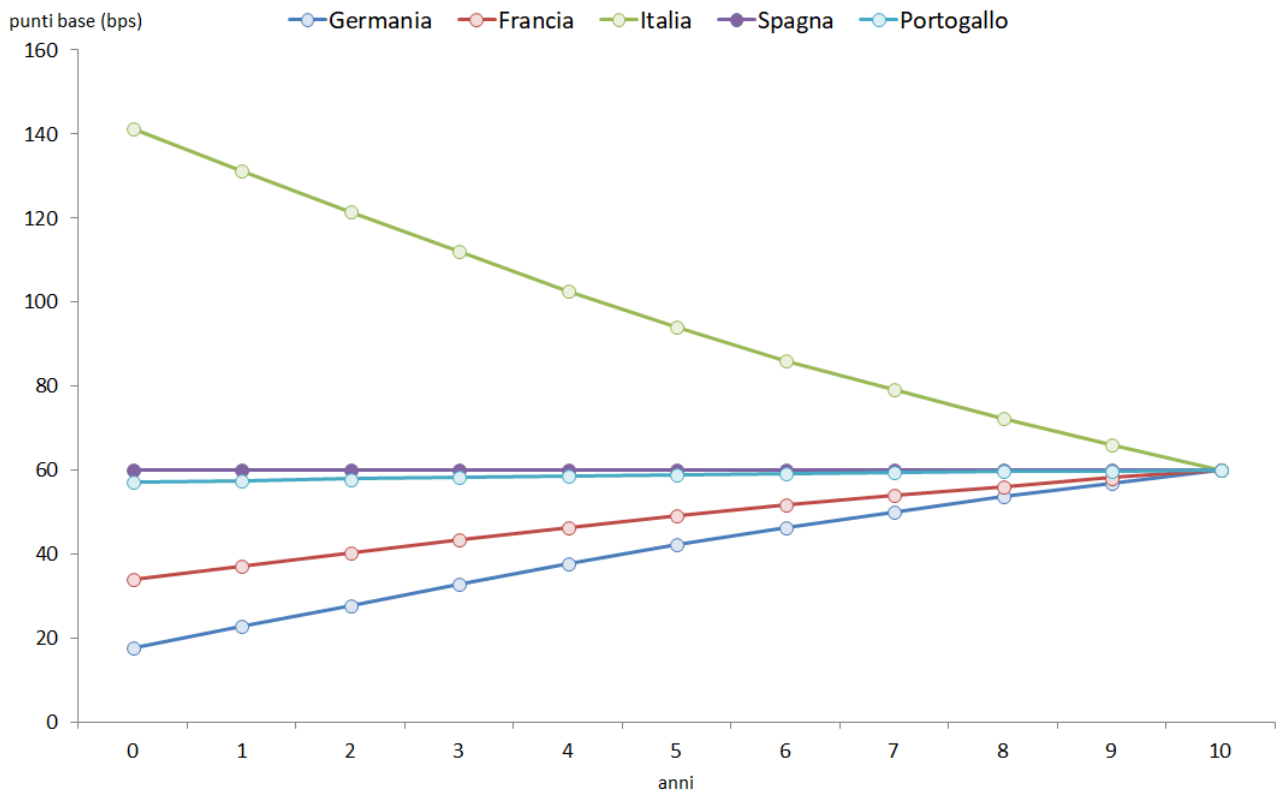


Qualora si dovessero verificare determinate condizioni di attivazione della garanzia acquistata (c.d. *triggers*), le condizioni d'intervento del Fondo Salva-Stati sarebbero già definite. Nel frattempo, grazie ai premi periodici versati da ciascuno Stato membro, il bilancio dell'ESM cambierebbe forma arricchendosi di capitale aggiuntivo per via della nuova liquidità ricevuta (lato dell'Attivo) e delle garanzie prestate (lato delle Passività e del Capitale Proprio).

3.3. Col passare degli anni, tutto il debito pubblico degli Stati membri verrebbe garantito da questa entità sovranazionale permettendo la graduale transizione verso un'unica curva dei tassi di interesse per l'intera Eurozona. Dalla rappresentazione del dato medio della simulazione mostrata nella Figura 9 con dati di input rilevati a febbraio 2022, si osserva come, a determinate condizioni, si realizzi la convergenza verso un unico valore per il premio relativo al CDS sovrano

di tutti i paesi membri, identificabile quale livello di rischiosità comune a tutta l'Area Euro.

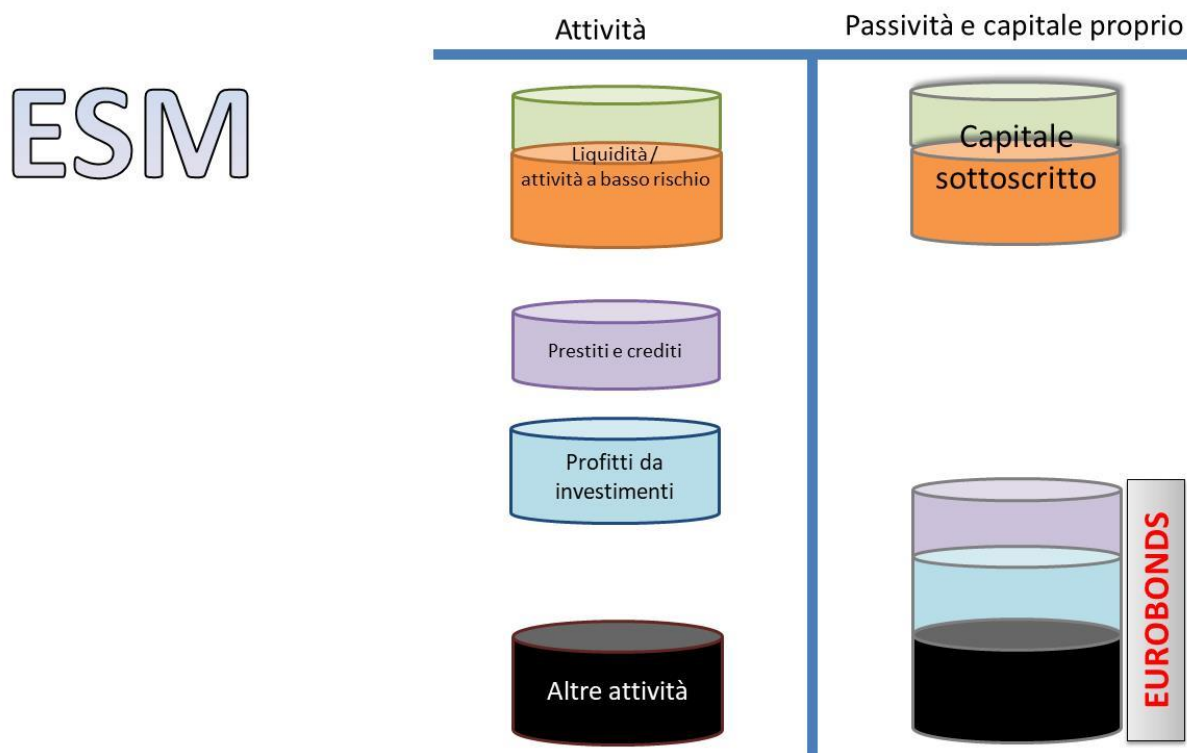
Figura 9 – Andamento stimato dei *Credit Default Swap* sovrani (dati iniziali: febbraio 2022)



Si creerebbe così un *safe asset* europeo, un polmone di titoli privi di rischio come lo sono i titoli del Tesoro USA per l'area dollaro e finalmente si avrebbe un titolo diverso dal *Bund*, (assolutamente insufficiente come *safe asset* per l'intera Eurozona) come supporto finanziario necessario all'operatività della nostra area valutaria.

Il bilancio dell'ESM cambierebbe strutturalmente perché, in base alle simulazioni fatte, al termine di un periodo di convergenza di 10 anni, l'intero debito pubblico dell'Eurozona sarebbe composto da titoli garantiti dal Fondo Salva-Stati (cfr. Figura 10).

Figura 10 – ESM 2.0: Ufficializzare il risk-sharing



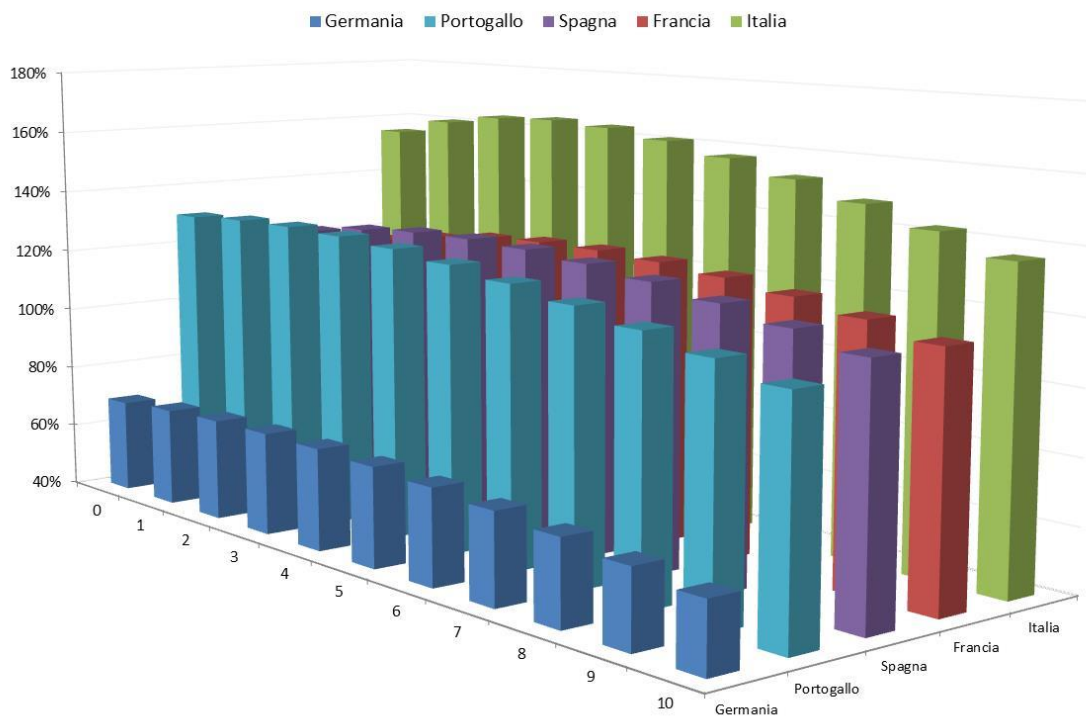
Quest'ultimo, a quel punto, diventerebbe il soggetto competente per la gestione del debito pubblico dell'Eurozona perché rifinanzerebbe il debito garantito attraverso l'emissione di titoli di debito a rischi condivisi (*Eurobonds*). Due esempi di avvicinamento a questa modalità operativa sono oggi rappresentati dai meccanismi previsti per il finanziamento dei prestiti SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e di una parte (i *grants*) dei fondi stanziati dal piano *Next Generation EU*. È lecito, quindi, pensare che i tempi siano ormai maturi per una cessione di sovranità ad un ente terzo sovranazionale che diventerebbe l'agenzia del debito pubblico dell'Eurozona.

Esiste già, peraltro, un'agenzia del debito pubblico nell'Area Euro, sebbene all'interno di un solo Stato membro. Si tratta della *Finanzagentur* tedesca, istituita

dalla Germania nel settembre 2000 e che le consente tuttora di gestire tempi e modalità di collocamento del proprio debito pubblico.

La Figura 11 mostra come, con la riforma proposta per il Fondo Salva-Stati, i debiti pubblici dei vari Stati membri avrebbero una normalizzazione tale da arrivare – al termine del periodo di convergenza – ad un rapporto tra debito pubblico e PIL compatibile con la soglia massima di riferimento suggerita nel sopra menzionato *Discussion Paper* dell'ESM.

Figura 11 – Evoluzione del rapporto Debito/PIL nell'ipotesi di riforma dell'ESM

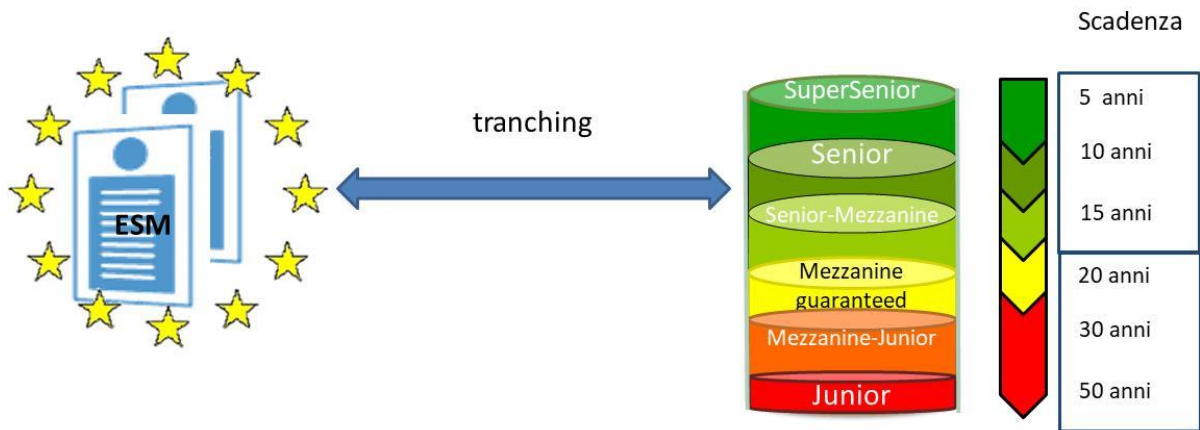


3.4. Qualora venisse riformato secondo le modalità indicate nella proposta di Dosi, Minenna, Roventini e Violi, il Fondo Salva-Stati – in virtù delle ulteriori disponibilità finanziarie rivenienti dai premi assicurativi corrisposti dagli Stati membri – potrebbe altresì diventare il soggetto deputato al finanziamento (eventualmente insieme alla Banca Europea per gli Investimenti) e alla gestione

degli investimenti infrastrutturali strategici dell'Eurozona, da selezionare in base alle finalità di modernizzazione e sviluppo infrastrutturale dell'Unione monetaria, avuto riguardo anche agli obiettivi della *green transition*, della digitalizzazione e della prevenzione dei rischi geopolitici ed energetici.

In questa nuova configurazione, l'ESM potrebbe emettere titoli di tipo *investment-backed* suddivisi in varie *tranches* con scadenze e con profili di rischio-rendimento differenti, dalla *tranche junior* fino alla *supersenior*. Alcune *tranches*, come quella mezzanina, potrebbero altresì beneficiare di garanzie aggiuntive prestate non solo da soggetti terzi ma anche dalla Banca Europea per gli Investimenti. Una simile cartolarizzazione (cfr. Figura 12) sarebbe uno strumento capace, tramite la reingegnerizzazione dei rischi e delle scadenze, di attrarre le risorse necessarie per il finanziamento dei progetti d'investimento selezionati coinvolgendo l'incredibile disponibilità di liquidità ferma nei conti correnti di molti cittadini Europei e che sinora non è riuscita a trovare adeguate opportunità d'impiego.

Figura 12 – Utilizzo della leva finanziaria per stimolare gli investimenti



**Investment-Backed Securities (IBS):**

**Profilo di rischio-rendimento strettamente correlato ai profitti derivanti dagli investimenti finanziati**

In sostanza:

- ✓ i titoli della *tranche* mezzanina garantita sarebbero equiparabili a dei titoli di Stato sintetici;
- ✓ le *tranches* meno rischiose potrebbero dare ossigeno alle strutture dei fondi di liquidità;
- ✓ le *tranches* più rischiose andrebbero a cartolarizzare le risorse generate dallo sfruttamento delle infrastrutture, quali le concessioni, anche per superare alcune lungaggini che sono collegate ai vincoli burocratici.

Si creerebbe quindi un nuovo soggetto che in alcuni anni potrebbe gestire il debito pubblico e le infrastrutture in maniera strategica diventando un'istituzione chiave per la realizzazione di una vera Federazione Europea.

Relativamente al problema dell'azzardo morale, la presenza di un adeguato

sistema di penalità –quali, ad esempio, l’interdizione da qualsiasi schema di supporto da parte delle istituzioni dell’Area Euro – inibirebbe alla base ogni possibilità di comportamenti opportunistici.

Bisogna quindi fissare un obiettivo e definire una *roadmap*, utilizzando i Trattati che a quello scopo erano stati concepiti ma che invece, prima della pandemia, sono diventati solo uno strumento per imporre patti di blocco o di sindacato alla libertà democratica degli Stati sovrani.

### **Bibliografia**

Francová O, Hitaj E. *et al.*, (2021), *EU Fiscal Rules: Reform Considerations*, European Stability Mechanism, Discussion Paper Series /17

Minenna M., Dosi G., Roventini A. e Violi R., (2019), *Making the Eurozone works: a risk-sharing reform of the European Stability Mechanism*, *Annals of Operation Research*, 299, pages 617–657

**Marcello Minenna**

*Direttore Generale dell’Agenzia  
delle Dogane e dei Monopoli*



## **DIMENSIONE BANCARIA E NUOVI RISCHI DEL SETTORE \***

*(Dimension of the Banks and new risks in the Banking sector)*

**ABSTRACT:** *The contribution examines the favorable orientation of the UE Supervisory Authorities and the Bank of Italy to the large dimension in the banking sector and the difficulties encountered in the affirming the principle of proportionality in regulation. This orientation – which is not unanimously shared by economic doctrine – also derives from the need to avoid that the Authorities have to face multiple and complex crises of small and medium banks, in the presence of a crisis regulation which has gap and aporias, especially with reference to this type of banks.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: l'orientamento delle Autorità di vigilanza bancaria favorevole alla grande dimensione ... 2. (segue) ... e la non univocità delle posizioni della dottrina economica. 3. Dimensione, regole e proporzionalità. 4. Dimensione e crisi: rilevanza sistemica delle LSI e il caso delle BCC 5. (segue) le aporie nella disciplina della gestione della crisi delle LSI.

1. Non è un mistero che, da tempo, i vertici della BCE siano favorevoli a un maggior consolidamento, soprattutto trasfrontaliero, nel settore bancario.

Luis De Guindos, vicepresidente della BCE, già nell'audizione tenuta presso la Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento Europeo il 7 aprile 2019 ebbe a rappresentare che *"... in Europa è un dato di fatto che abbiamo un'industria bancaria sovrappollata, che in alcuni Paesi impedisce l'eliminazione dell'eccesso di capacità. Questo è un fattore strutturale che sta dietro la bassa redditività di molte banche in Europa: il consolidamento potrebbe essere un'alternativa, per ridurre i costi e guadagnare efficienza"*.

Tale orientamento è stato in più occasioni ribadito da Andrea Enria, Presidente del Consiglio di Sorveglianza della BCE che, nell'intervista introduttiva al Rap-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

porto annuale della BCE sull'attività di vigilanza per il 2020 (presentato al Parlamento Europeo il 23.03.2021) ha affermato che *“ Le fusioni societarie, se ben pianificate, possono non solo aiutare le banche a ridurre i costi, investire di più nella trasformazione digitale e, in ultima analisi, dare nuovo impulso alla redditività, ma contribuiscono anche a eliminare la capacità in eccesso nel sistema bancario, eredità del periodo precedente la grande crisi finanziaria “* e più di recente, esattamente un mese fa, ha rappresentato la preoccupazione che *“ .. le concentrazioni del sistema bancario sono insufficienti e stanno avvenendo in prevalenza all'interno dei confini nazionali. Le banche non considerano ancora l'unione bancaria come il loro mercato domestico; questo rappresenta un problema per l'efficienza e la competitività del sistema. Da ultimo, ne risentirà l'economia reale”<sup>1</sup>.*

Siffatta linea di pensiero, trova sostanziale rispondenza anche nell'Autorità di vigilanza nazionale che, seppure ha avuto modo di precisare che *“Le aggregazioni tra intermediari non sono un obiettivo in sé ... (esse) ... sono tuttavia uno dei pochi strumenti a disposizione delle banche ... per aumentare l'efficienza e la possibilità di operare con successo sul mercato ... per molti intermediari le limitate dimensioni, insieme con la loro prevalente specializzazione, spesso non consentono di effettuare i necessari investimenti in tecnologia, innovare prodotti e processi, sfruttare economie di scala e di diversificazione”<sup>2</sup>.*

Ed ancora nelle Considerazioni Finali del 31 maggio scorso (p.17-18) il Governatore ha ribadito che: *“Il deterioramento della situazione congiunturale potrebbe avere conseguenze di rilievo per le banche più orientate all'attività di intermediazione creditizia, in particolare per alcune, tra quelle medio-piccole, su cui già pesano difficoltà nell'azione di contenimento dei costi e che faticano a beneficiare d'econo-*

---

<sup>1</sup> La Repubblica, Intervista con Andrea Enria, di Francesco Manacorda, 18 maggio 2022.

<sup>2</sup> Visco, *L'economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive*, Intervento all'ABI, Roma 16.09.2020. In termini sostanzialmente analoghi ancora De Guindos secondo il quale *“Il consolidamento è uno strumento che può essere utilizzato per migliorare la profittabilità attraverso risparmi di costo. Ma è uno strumento, ma non un fine in sé. È il mercato, non la BCE, che prende decisioni sul consolidamento bancario”*, Intervista, BCE, 1° settembre 2021.

*mie di scala, diversificare le fonti di ricavo, reperire i capitali necessari per l'investimento in nuove tecnologie. L'azione della Vigilanza resta indirizzata a spingere questi intermediari a dotarsi di un governo societario in grado di formulare e attuare piani strategici credibili e coerenti con le sfide poste dal contesto di mercato; è responsabilità degli organi aziendali agire senza ritardi, anche sul fronte di possibili aggregazioni, per minimizzare il rischio che situazioni di difficoltà sfocino in irreversibili crisi aziendali".*

Al di là delle necessarie puntualizzazioni delle Autorità in punto di libertà/responsabilità degli intermediari bancari nelle scelte imprenditoriali<sup>3</sup> - puntualizzazioni volte a prevenire o smussare critiche circa il venire meno o l'appannarsi del principio della "neutralità tecnica della vigilanza", se non addirittura il riaffermarsi di una vigilanza di tipo strutturale (anzi che prudenziale) orientata alla grande dimensione<sup>4</sup> – ciò che emerge è una politica di vigilanza, sia a livello europeo che nazionale, chiaramente volta a favorire le fusioni e più in generale le concentrazioni bancarie<sup>5</sup>; sotto il profilo regolatorio tale *favor* si manifesta, ad esempio, nella circostanza che non vengono aumentati i requisiti patrimoniali di secondo pilastro nel processo di consolidamento e, in Italia, nella conversione (seppure con disciplina a termine) dei *deferred tax assets* in crediti d'imposta.

Tutto ciò in un contesto in cui il considerando n. 17 del regolamento 1024/2013 (istitutivo del MVU) prevede che *"Nell'assolvimento dei compiti attribuiti e fatto salvo l'obiettivo di assicurare la sicurezza e la solidità degli enti creditizi, la BCE dovrebbe tenere pienamente conto della diversità degli enti creditizi stessi, delle loro dimensioni e del loro modello societario, nonché dei vantaggi sistemici del-*

---

<sup>3</sup> Si veda anche, da ultimo anche Angelini, *Proporzionalità della regolamentazione e problemi delle piccole banche*, Intervento al Convegno su Redditività ed efficienza delle piccole e medie banche, Milano, Bocconi 28.06.2022, p. 9.

<sup>4</sup> Come inducono ad opinare i frequenti riferimenti al "numero elevato di banche" e alla "capacità in eccesso del sistema".

<sup>5</sup> Sui criteri che la BCE utilizza nel valutare i progetti di consolidamento nel settore bancario, si veda la versione finale della "Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector" pubblicata il 12.01.2021.

*la diversità nel settore bancario dell'Unione"*<sup>6</sup>.

A monte della impostazione delle Autorità vi è dunque il convincimento che le banche di grandi dimensioni presentino caratteristiche di efficienza e resilienza, nonché capacità di sviluppo, maggiori rispetto a quelle delle banche medio-piccole, assunto tuttavia che nella dottrina economica non trova unanime adesione.

2. Vale ricordare che, in passato, anche autorevoli esponenti del Comitato Direttivo della BCE, hanno sottolineato come, per valutare compiutamente l'impatto del processo di consolidamento tra appartenenti al settore del credito, occorra avere riguardo a una molteplicità di profili, in quanto detto processo interessa non solo le banche, bensì anche gli azionisti e la clientela, e per quantificare l'incremento di efficienza del sistema economico nel suo insieme, vanno considerati gli effetti che esso genera su: i) il sistema bancario nel suo complesso; ii) la creazione di valore per gli azionisti; iii) i consumatori di servizi bancari; iv) e, in particolare, le imprese<sup>7</sup>.

Per quanto concerne gli effetti sull'insieme del sistema bancario, l'aumento dell'efficienza è come detto legato alla realizzazione di economie di scala ed economie di gamma o a miglioramenti dell'efficienza gestionale. Sul punto si è rilevato che i benefici recati dalle economie di scala e di gamma potrebbero non adeguatamente controbilanciare, quanto meno nell'immediato, i costi derivanti dall'integrazione e l'aumento di efficienza gestionale potrebbe disperdersi in istituzioni grandi e complesse, che tendono alla "ministerializzazione" dei processi: il consolidamento di organizzazioni diverse non è un compito semplice e potrebbe comportare inefficienze.

---

<sup>6</sup> Nei medesimi termini, cfr. art. 1, del reg. 1024/2013 *"Nell'assolvere i compiti attribuiti dal presente regolamento e fatto salvo l'obiettivo di garantire la sicurezza e la solidità degli enti creditizi, la BCE tiene in debita considerazione le diverse tipologie, i modelli societari e le dimensioni degli enti creditizi"*.

<sup>7</sup> Bini Smaghi, *Consolidamento bancario, innovazione e accesso al credito*, Intervento al Convegno Cesifin, Firenze, 1.12.2007.

Per quanto riguarda gli azionisti il dato empirico che si ricava dalla letteratura accademica è che il consolidamento bancario produce vantaggi relativamente modesti – o comunque non proporzionali - per gli azionisti, anche laddove si realizzino aumenti di efficienza (ove si abbia complessivamente riguardo a tutti gli azionisti dei soggetti coinvolti); ciò, tra l'altro, quale presumibile effetto della diluizione della partecipazione e della ineguale distribuzione dei benefici del controllo.

Con riferimento ai consumatori di servizi bancari, l'eventuale aumento di efficienza del prestatore riveniente dal consolidamento, potrebbe non trovare adeguato riscontro in una diminuzione dei costi per l'accesso ai servizi da parte della collettività o in aumento della gamma degli stessi. Ciò vale in special modo con riferimento a quei servizi che si caratterizzano per forte personalizzazione del destinatario o per mercati prevalentemente locali e che si basano su informazioni non codificate, ovvero *soft information*, (più difficili da gestire all'interno di grandi organizzazioni). D'altronde i presidi antitrust, in funzione autorizzativa sulle concentrazioni, operano solo ex ante, e non possono ex post sindacare (ed invalidare) aumenti dei prezzi o razionamenti dei servizi, scaturenti da concentrazioni autorizzate.

Con riguardo infine alle imprese, autorevoli voci<sup>8</sup> hanno sostenuto che la presenza di tipologie bancarie diverse rappresenti la forma organizzativa dell'ordinamento creditizio più adeguata a tener conto delle differenti dimensioni delle imprese industriali, le quali in Paesi come il nostro vedono la prevalenza delle PMI rispetto alla grande impresa<sup>9</sup>. Non a caso uno dei cardini su cui è stato fondato il sistema finanziario italiano è rappresentato dal principio del pluralismo bancario, voluto dal legislatore italiano fin dalla legge del 1936 nella logica di raccordare le forme operative degli appartenenti al settore alle esigenze variegata di un'industria costituita da diversificate strutture soggettive.

---

<sup>8</sup> MASERA, *Sfida e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, ECRA 2016; *Community banks e banche del territorio: si può colmare lo iato sui due lati dell'Atlantico?*, ECRA, 2019.

<sup>9</sup> Capriglione – Sepe, *La spinta della Banca centrale Europea per la grande dimensione bancaria*, in *Il Sole 24 Ore*, 7.04.2021

E' stato inoltre rilevato che l'evidenza empirica sulle concentrazioni bancarie negli Stati Uniti ha mostrato come in genere le fusioni in grandi colossi bancari comportino "... perdite per i prenditori di fondi, soprattutto nel caso di clienti (ed imprese) di piccole dimensioni e con difficile accesso al credito oppure se l'acquisizione è avvenuta all'interno dello stesso mercato<sup>10</sup>".

3. Sempre sotto un profilo economico è stato più di recente sottolineato come la tesi secondo la quale la concentrazione favorirebbe più elevate economie di scala e i forti investimenti necessari per la trasformazione digitale (digital banking e Fintech), non costituisce un approdo sicuro (potendo influire e risultare di ostacolo molti altri fattori), né desiderabile, ove alla concentrazione conseguano "... la crescita delle posizioni di oligopolio in sistemi già fortemente concentrati"<sup>11</sup>.

In particolare, in un contesto normativo che professa la "proporzionalità" come principio di rango anche costituzionale<sup>12</sup>, ma poi in concreto si declina in una pervasiva e presso che generalizzata applicazione della regola dell' *one size fits all*, l'efficienza e la competitività delle piccole-medie banche "... entra in sofferenza, non per oggettive economie di scala, ma per diseconomie da regolazione", in relazione all'applicazione di costi di compliance fissi<sup>13</sup> o in forza di altri meccanismi/regole di-

---

<sup>10</sup> Bini Smaghi, op. cit.

<sup>11</sup> Masera, *I due scenari per NPL e UTP dal 2022 in avanti: the Jury is still out*, in *Giurimetrica*, n. 2/2021.

<sup>12</sup> Cfr. art 5 del TUE, art. 1 del reg. 1024/2013 sopra richiamato e anche il considerando 55, laddove si precisa che "l'attribuzione di compiti di vigilanza implica per la BCE una responsabilità considerevole in termini di salvaguardia della stabilità finanziaria nell'Unione e di esercizio il più possibile efficace e proporzionato dei poteri di vigilanza". Nella regolamentazione nazionale, cfr. puntualmente art. 6, comma 01, lett. b) del TUF, mentre nel TUB, pur non essendo rinvenibile un richiamo generale alla "proporzionalità" nell'esercizio dell'attività di vigilanza, tale criterio è evocato in molte specifiche disposizioni e deve intendersi ricompreso nel principio secondo cui "le autorità creditizie esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni dell'Unione europea" (cfr. art. 6, comma 1).

<sup>13</sup> Bruno e Marino, *La performance delle piccole e medie banche commerciali e indipendenti*, 2022; Coccozza e Masera, *Size & fit of piecemeal liquidation process. Aggravating circumstances and side effects*, in *ORMBS*, dicembre 2020; Masera, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione Europea*, ECRA, 2021; Comana, *La concentrazione del sistema bancario italiano: un'analisi e qualche interrogativo*, in *LUISS Open*, Approfondimenti, marzo, 2021.

storsivi che generano rendimenti di scala in ambito bancario.

Esempio noto è quello della contribuzione al fondo di risoluzione unico, che è alimentato anche dalle piccole e medie banche, ma del quale non beneficiano direttamente perché non sono soggette a risoluzione, bensì alle ordinarie procedure d'insolvenza, essendo per loro in via generale difficile riscontrare "l'interesse pubblico", presupposto dell'applicazione della disciplina della risoluzione.

Il tema della proporzionalità delle regole, come noto, sottende il *trade-off* tra costi e benefici delle regole medesime e la distanza del posizionamento dell'ordinamento attuale rispetto alla "curva efficiente".

Al riguardo è stato rilevato che in Europa la scelta a suo tempo effettuata è stata quella di applicare gli standard di Basilea, senza distinzioni, ciò al fine di garantire parità concorrenziale e un *equal playing field* alle banche e, soprattutto, assicurare che l'esposizione al rischio sia misurata in modo coerente per tutti gli intermediari bancari<sup>14</sup>.

L'esigenza di una proporzionalità della regolamentazione rapportata alla dimensione e alla rischiosità dell'intermediario si è fatta sempre più strada ed è divenuta sempre più centrale in relazione al generale innalzamento della complessità della regolamentazione stessa e dei requisiti prudenziali, scaturito dalla revisione del quadro regolamentare che ha fatto seguito alla crisi del 2008-2009.

Ma tale esigenza non ha mai comunque portato alla definizione di requisiti patrimoniali o di liquidità diversi a seconda della dimensione o della rilevanza sistemica della banca, quanto piuttosto ha trovato estrinsecazione nella semplificazione delle procedure e degli oneri ed adempimenti di vigilanza, come nel caso dell'alternativa tra modelli interni e modelli standardizzati per la valutazione delle posizioni di rischio, questi ultimi adottati (in ragione della loro minor complessità) dalle banche piccole e medie.

---

<sup>14</sup> Da ultimo, in questi termini Angelini, *Proporzionalità nella regolamentazione*, Intervento presso Federcasse del 30.09.2021.

A fronte di un trend iper regolamentare (con annessi costi di compliance) che non accenna a diminuire, si pensi al pacchetto CRD5/CRR2 di recente entrato in vigore, timidi segnali di una maggiore attenzione alla proporzionalità della regolamentazione stanno emergendo.

La novità di maggior rilievo è data dalla introduzione, aggiuntiva rispetto a quella di LSI di cui all'art. 6 del reg. 1024/2013, della nozione di ente piccolo o non complesso o SNCI (small and non-complex institution), per tale intendendosi (ai sensi dell'art. 145, par. 1, del CRR) quello individuato in base a una serie di criteri sia qualitativi sia quantitativi, necessariamente concorrenti, riferiti alla complessità, alla interconnessione, al profilo di rischio e alla dimensione (con riferimento a tale ultimo profilo, il totale dell'attivo dell'ente non può superare la soglia dei 5 mld di euro e tale soglia può essere abbassata - e non anche alzata - a livello nazionale)<sup>15</sup>.

Per detti intermediari la disciplina prevede regole semplificate su taluni profili quali: reportistica e segnalazioni di vigilanza, obblighi di informazione al pubblico, metodologie di misurazione di alcuni rischi (di liquidità a medio e lungo termine; di tasso di interesse nel portafoglio bancario).

Tali semplificazioni si aggiungono a quelle già previste, concernenti:

- il calcolo dei requisiti a fronte dei rischi di mercato e di controparte per gli intermediari con un portafoglio di negoziazione di dimensioni ridotte o una limitata operatività in derivati (e ciò a prescindere dalla complessità o dalla dimensione dell'intermediario);

- la graduazione delle regole in materia di governo societario, remunerazioni e controlli interni, se ciò è coerente con il proprio profilo di rischio, dimensione e complessità operativa. In particolare, le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia,

---

<sup>15</sup> Al riguardo con nota del 31.03.2022 la Banca d'Italia ha deciso di confermare tale soglia. La qualificazione di ente non complesso è oggetto di rivalutazione con periodicità almeno annuale, fatta salva la possibilità per la Banca d'Italia di aggiornare in qualsiasi momento le proprie valutazioni alla luce dell'evoluzione della situazione dei singoli intermediari. Per le banche e i gruppi bancari significativi, incluse le banche di credito cooperativo appartenenti a gruppi, l'identificazione degli intermediari piccoli e non complessi spetta alla BCE, in qualità di autorità competente.



per le BCC, hanno previsto ai suddetti fini che esse non sono mai considerate “banche di maggiore dimensione o complessità operativa”, a prescindere dalla loro appartenenza a gruppi bancari significativi e hanno eliminato l'obbligo di redigere i resoconti ICAAP/ILAAP individuali ed alleggerito gli obblighi di informazione in materia di esternalizzazione.

Sotto il profilo della semplificazione in ogni caso molta strada occorre percorrere<sup>16</sup>, sia in via generale, con riguardo a tutte le banche (siano SI che LSI), che con specifico riguardo agli enti non complessi (SNCI), solo ove si abbia riguardo al rapporto pubblicato lo scorso anno dall'EBA, contenente 25 raccomandazioni espressamente volte a introdurre ulteriori elementi di proporzionalità nelle regole, la cui implementazione, secondo talune stime, condurrebbe a una riduzione dei costi di reportistica tra il 15 e il 24 per cento<sup>17</sup>.

Questa tensione verso una maggiore proporzionalità della regolamentazione, ha da ultimo trovato riscontro anche con riguardo al concreto esercizio della vigilanza. L'ultimo rapporto della BCE sulla vigilanza bancaria<sup>18</sup> - nel far professione che,

---

<sup>16</sup> Soprattutto ove si abbia riferimento alla chiara presa di posizione sul tema espressa dalle Autorità di vigilanza USA sin dal 2015, per il tramite della Presidente della FED Janet Yellen che al riguardo ebbe lapidariamente a dire “*The Federal reserve has made it a top priority to ensure that we appropriately tailor our regulation and supervision of banks to their size, complexity and risks*”.

<sup>17</sup> Cfr. EBA, “*Study of the Cost of compliance with supervisory reporting requirements report*” (EBA/ Rep/2021/15). Anche con riferimento allo SREP (Supervisory Review and Evaluation Process), cioè il processo di revisione e valutazione prudenziale svolto dall'Autorità di vigilanza e che consente di analizzare in modo coerente i profili di rischio delle banche e di assumere decisioni sulle misure da intraprendere, le nuove linee guida dell'EBA, la cui consultazione si è chiusa il 28.09.2021 (EBA, “*Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*” ) prevedono di declinare il principio di proporzionalità nella supervisione, anche al fine di definire la frequenza e il livello di profondità dei controlli (da Categoria 1 – massima frequenza – a Categoria 4 – minima frequenza). In particolare, la Categoria 4 riflette la definizione di SNCI e si tradurrà in minori oneri per gli intermediari non connotati da criticità nel profilo di rischio complessivo. L'entrata in vigore di queste nuove Linee Guida è prevista per gennaio 2023. Ulteriori margini di proporzionalità potrebbero discendere dall'attuazione della previsione introdotta dalla CRD5 che apre allo sviluppo da parte delle Autorità di vigilanza di metodologie SREP semplificate, da applicare a banche che presentano caratteristiche omogenee in termini di modello di business e pro lo di rischio, tra cui potrebbero rientrare anche alcune SNCI.

<sup>18</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annual-report/html/ssm.ar2021~52a7d32451.it.html>

il programma di revisione prudenziale si ispira al principio di proporzionalità, nel senso che l'intensità delle attività di vigilanza dipende dalle dimensioni, dalla rilevanza sistemica, dal rischio e dalla complessità di ciascun intermediario (pag. 21) – con specifico riguardo alle LSI, prevede che a partire dall'anno in corso siano classificate in base a criteri di "impatto" e di "rischio". Gli enti meno significativi che soddisfano uno dei criteri di impatto (tra i quali figurano le dimensioni, l'importanza per l'economia locale, la complessità e il modello imprenditoriale) sono classificati come ad alto impatto. La classificazione ad alto rischio avviene invece sulla base di una valutazione dei rischi condotta dalle Autorità di vigilanza nazionali (ANC) e dalla conformità ai requisiti patrimoniali e di leva finanziaria. Gli enti meno significativi classificati come "ad alto impatto" sono soggetti ad attività di vigilanza più frequenti e approfondite da parte delle ANC (come gli esercizi SREP e le ispezioni in loco), mentre quelli classificati anche come "ad alto rischio" sono sottoposti a una maggiore e diretta attività di supervisione da parte della BCE, alla quale le ANC sono tenute a notificare le procedure e le decisioni che intendono assumere nei confronti di tali intermediari (pag. 32).

4. Se per un verso la scienza economica non reca inequivoche evidenze sulla circostanza che la grande dimensione bancaria - piuttosto che i meccanismi di rete o altre forme di partnership - di per sé rappresenti un migliore presidio per prevenire situazioni di crisi ed aumentare la resilienza del sistema (e per altro verso la proporzionalità nella regolamentazione, seppure tra mille difficoltà, si fa strada), vi è da chiedersi quali siano le ragioni per le quali le Autorità di vigilanza (e ciò è un dato incontrovertibile, stante i richiamati pronunciamenti) continuano, *ceteris paribus* (qualità della governance, validità del modello di business, ecc.), a mantenere un orientamento favorevole alla grande dimensione e alle concentrazioni.

In particolare, non sembra che i rischi generati dalle variabili economiche globali che si sono manifestate nell'ultimo triennio quali la pandemia, i cambiamen-

ti climatici, le tensioni geopolitiche e da ultimo la guerra in Ucraina, sembrano poter essere meglio affrontati da grandi istituzioni, piuttosto che da medio piccole: anche la biologia insegna che in presenza di eventi globali si sono estinti i dinosauri e sopravvissuti gli insetti. Inoltre, proprio per la loro dimensione globale e transnazionale, alle tipologie di rischi sopra menzionate sono maggiormente esposte le grandi istituzioni, oltre ad essere le stesse “per definizione” maggiormente “pericolose” sotto il profilo sistemico.

E' tuttavia indubbio che, quantomeno a livello statistico, a fronte di un ampio numero di LSI<sup>19</sup>, può presumersi un maggior numero di crisi bancarie che le competenti Autorità sono chiamate a gestire e che la vigilanza su un grande numero di piccole istituzioni assorbe risorse (e presenta rischi) per le Autorità maggiori che quella esercitata su un numero ristretto di grandi istituzioni (115 SI), se non in termini di complessità, quantomeno in termini di numero e ripetitività di processi e verifiche.

Anche di recente, autorevoli esponenti della BI hanno sottolineato che detta Autorità ha dedicato uno *“sforzo molto intenso alla supervisione e alla gestione delle crisi di banche di questa classe (PMB banche medio-piccole), sproporzionato rispetto alla loro dimensione ...(e) ... dovrà continuare a tenere molto elevata*

---

<sup>19</sup> Il rapporto sulla vigilanza bancaria per il 2021 della BCE riporta come il numero complessivo di enti meno significativi (LSI) a fine dicembre 2021 era di 2.187, in diminuzione del 4,2% rispetto al 2020, nonostante 27 nuovi enti siano stati aggiunti all'elenco della BCE in seguito all'istituzione di una cooperazione stretta tra quest'ultima e la Banca nazionale di Bulgaria. La “quota di mercato”, riferibile agli enti meno significativi era pari al 18,4 per cento degli attivi bancari totali dell'MVU. Alla medesima data l'81,5 per cento di tutti gli enti meno significativi aveva sede in Germania, Austria e Italia. In termini di proporzioni rispetto al totale degli attivi bancari degli enti meno significativi, la Germania rappresentava il 53,6 per cento, mentre sia l'Austria sia l'Italia il 6,5 per cento. L'importanza degli enti meno significativi nel paese in cui essi operano varia considerevolmente tra i diversi paesi partecipanti. Mentre gli enti meno significativi rappresentano circa il 40 per cento degli attivi bancari totali in Lussemburgo e Germania, la loro rilevanza è notevolmente inferiore in altri paesi, in particolare Grecia e Spagna (3,4 e 5,7 per cento rispettivamente), nei cui sistemi bancari prevalgono gli enti significativi. Il settore degli LSI più rilevante in rapporto alle dimensioni dell'economia nazionale si trova in Lussemburgo, dove gli enti meno significativi offrono per lo più servizi bancari privati e di deposito, con il totale degli attivi che rappresenta il 210,8 per cento del PIL. Gli altri due paesi in cui gli enti meno significativi hanno un peso maggiore in rapporto al PIL sono l'Austria (94,4 per cento) e la Germania (88,0 per cento).

*l'attenzione e la pressione sulle PMB già all'emergere di primi segnali di difficoltà. Anche di ciò si dovrà tenere conto nel discutere di proporzionalità*"<sup>20</sup>.

Ho altrove sostenuto<sup>21</sup>, in autorevole compagnia<sup>22</sup>, come tale ordine di considerazioni, a mio avviso, sia stato decisivo nel varo della riforma del credito cooperativo introdotta dal d.l. 18/2016 (conv. in l. 49/2016) e che il presumibile intento (dimissionario) dell'autorità di settore di sottrarsi all'onere di una gestione plurima e complessa di crisi bancarie (che particolarmente numerose con riferimento alle BCC si sono prospettate negli anni 2013/2014), abbia trovato nel 'gruppo bancario cooperativo' lo strumento idoneo per risolvere tale problematica.

E' noto quali distorsioni abbia prodotto la qualificazione quale SI dei due gruppi cooperativi (stante il superamento della soglia dei 30 mld di euro) e la traslazione che ne è seguita dalla BI alla BCE delle competenze di vigilanza su tutte le BCC dei gruppi, con la loro conseguente classificazione a fini di vigilanza quali "banche significative" (ai sensi dell'art. 40 del reg. BCE n. 468/2014)<sup>23</sup> e relativa applicazione di oneri di vigilanza non giustificati dalla loro dimensione.

Al fine di porre rimedio a tale situazione, con la risoluzione Buratti n. 7-00668, approvata il 17.11.2021 dalla VI Commissione Finanze della Camera, il Parlamento ha inteso impegnare il Governo ad adottare iniziative nelle opportune sedi europee per farsi promotore di un adeguamento del quadro regolamentare europeo alle peculiarità e alla natura delle banche non sistemiche, piccole e non complesse, quali sono le BCC.

---

<sup>20</sup> Angelini, op. cit., p. 7.

<sup>21</sup> Sepe, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, in RTDE, 1/2019, p. 51 e ss., in particolare p. 55 e Sepe, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e dirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo*, in RTDE, Suppl. al n. 4/2015 p. 84.

<sup>22</sup> Capriglione, da ultimo, in *Profili di attenzione nell'ottica di un intervento normativo volto a migliorare l'attuale assetto disciplinare delle BCC*, Audizione alla VI Commissione della Camera dei Deputati del 15.02.2022.

<sup>23</sup> E stato rilevato come tale disposizione non ha la 'sacralità' di una norma emanata da un'autorità politica (come le direttive e i regolamenti del Consiglio e del Parlamento Europeo), prefigurando un intervento delle Autorità politiche volto a eliminarne gli effetti distorsivi. Cfr, Capriglione, Audizione, op. ult. cit.

La stessa Commissione, nel parere reso il 23.09.2021 sullo schema di d.lgs. n. 201/2021, ha espresso la raccomandazione al Governo di valutare l'opportunità di introdurre un differente sistema di vigilanza, dando attuazione a quanto previsto dall'articolo 113, paragrafo 7, del regolamento (UE) n. 575/2013, e dunque prevedendo idonei strumenti al fine di consentire che le banche di credito cooperativo possano - in alternativa all'adesione a gruppi bancari e nel rispetto di determinati requisiti patrimoniali e finanziari - adottare un diverso modello organizzativo di tutela istituzionale che tenga conto, similmente alle imprese di investimento, delle dimensioni, delle attività svolte e dei rischi sul sistema finanziario.

In tale direzione si muove il DDL di recente presentato dall'on. Turco (AS 2425 rubricato "Riforma in materia di costituzione e funzionamento dell'aggregazione bancaria cooperativa, quale modello organizzativo di tutela istituzionale e di misurazione e gestione dei rischi") nel quale si prevede, in alternativa al gruppo bancario cooperativo, l'introduzione del modello IPS, riferibile a una "aggregazione bancaria cooperativa" per superare le criticità rivenienti classificazione delle BCC come banche *significant*.

Se il DDL richiama espressamente la salvaguardia delle finalità mutualistiche e la conservazione dell'operatività territoriale e natura localistica delle BCC, taluni profili andrebbero puntualizzati per evitare che si ripropongano anche per il nuovo istituto le medesime osservazioni critiche avanzate per i gruppi bancari cooperativi, in tema di appannamento della funzione socio-economica delle BCC, eterogestione e svilimento della loro autonomia, ibridizzazione delle finalità, ciò in considerazione della natura di s.p.a. e dei poteri ") attribuiti all'organo gestore dell'aggregazione (tra l'altro in tema di "indirizzi strategici e di politiche di gestione ed assunzione dei rischi", nonché di "nomina e revoca degli esponenti aziendali).

Sicché si è palesato il rischio che la riforma, quasi gattopardescamente, venga in concreto a confermare l'impianto ordinario del gruppo bancario cooperativo, mantenendo una pervasiva intromissione del *gestore* nella conduzione azienda-

le, e mutandone l'etichetta al fine di recuperare per le BCC la qualifica di istituzioni *less significant*<sup>24</sup>.

5. Invero la propensione delle Autorità per operazioni di fusione volte ad includere le piccole banche in aggregati che fondano la loro stabilità sulla grande dimensione, va anche rinvenuta nella riconosciuta insufficienza del quadro disciplinare europeo concernente le procedure di gestione delle crisi delle banche medio piccole in Europa<sup>25</sup>, a fronte di un framework maggiormente definito per le SI.

Innanzitutto, alle difficoltà scaturenti dal coordinamento tra le diverse Autorità europee competenti in relazione ai tre “pilastri” (e dunque la BCE quale responsabile del SRM, l’Autorità di Risoluzione Europea quale responsabile del SRM, con la perdurante assenza di un’Autorità unica in tema di assicurazione dei depositi)<sup>26</sup>, si somma, nel caso delle PMB, la necessità di estendere detto coordinamento anche alle rispettive Autorità nazionali “di pilastro”.

Ulteriore elemento d'incertezza è costituito dalla mancanza nei vari Paesi membri di regole uniformi per le procedure liquidatorie atomistiche e di procedure comuni e condivise di riallocazione aziendale in caso di crisi, alle prime alternative, a fronte della disciplina di risoluzione europea, che risulta tuttavia applicabile alle sole banche per le quali sia accertata la “sussistenza dell’interesse pubblico”<sup>27</sup>. Detto

---

<sup>24</sup> Capriglione- Sepe, *BCC, piani di controriforma e deriva gattopardesca*, in *Il Sole 24 Ore* del 19.01.2021.

<sup>25</sup> Cfr Angelini, op. cit., 7; Enria, *Intervista del 18.5.2022*, op, cit, secondo il quale “ *importante è che ci siano avanzamenti nella gestione delle crisi delle banche di media dimensione, secondo il modello flessibile ed efficace utilizzato con successo negli Stati Uniti*”.

<sup>26</sup> Negli Stati Uniti tutte tali funzioni, con alcune limitate eccezioni, sono svolte dalla FDIC: per un raffronto tra i sistemi europei ed americano cfr. Majnoni D’Intignano, Dal Santo e Maltese, *La gestione delle crisi bancarie da parte della FDIC: esperienza e lezioni per la banking union*, in Banca d’Italia, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 22, agosto 2020.

<sup>27</sup> L’art. 18, par. 5 del re. UE 806/2014 prevede “*l’azione di risoluzione è considerata nell’interesse pubblico se è necessaria al conseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione di cui all’articolo 14 ed è ad essi proporzionata e se la liquidazione dell’ente con procedura ordinaria di insolvenza non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura*”. A suo volta l’art. 14, par. 2, del regolamento elenca gli obiettivi della risoluzione, individuandoli in: “*a) garantire la continuità delle funzioni essenziali; b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in*

requisito è, come noto, generalmente ricondotto alla rilevanza sistemica (e dunque *in primis* alla dimensione) della banca, secondo il principio affermato dalla Presidente della SRB per la quale *“la risoluzione è per i pochi e non per i molti”*.

Inoltre l'intervento del fondo di risoluzione è condizionato all'imposizione di un ammontare minimo di perdite a carico di azionisti e creditori della banca in dissesto pari all'8% del passivo, inclusi i fondi propri, laddove, ad esempio, l'intervento del fondo di assicurazione dei depositi gestiti dalla FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), anche ai fini della risoluzione, è basato solo sul principio del *“least cost test”* (principio del minor onere), che consente l'utilizzo del fondo in funzione della risoluzione (e dunque anche a beneficio di soggetti diversi dai depositanti garantiti) ogni qual volta l'operazione di trasferimento delle attività e passività aziendali comporti per il fondo costi inferiori a quelli derivanti dal rimborso dei depositi garantiti. Analogo meccanismo di funzionamento e criterio d'intervento, è invero rinvenibile nel nostro ordinamento, con riguardo alle cessioni di attività e passività bancarie realizzate con l'intervento del Fondo interbancario di tutela dei depositi (cfr. art. 34 dello statuto).

Non ultimo, nella disciplina USA, pur essendo questa la patria della disciplina antitrust (sin dallo Sherman Act del 1890), si prescinde in occasione di procedure di gestione delle crisi dal coinvolgimento dell'autorità competente per la concorrenza, nel convincimento *“... che gli effetti degli interventi pubblici (aiuti di stato) sulla formazione concorrenziale dei prezzi in condizioni ordinate di mercato non possano essere equiparati a quelli in situazioni di crisi, dominate da “prezzi di realizzo” (fire*

---

*particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato; c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; d) tutelare i depositanti disciplinati dalla direttiva 2014/49/UE e gli investitori disciplinati dalla direttiva 97/9/CE; e) tutelare i fondi e le attività dei clienti”*. Dispone poi che *“ Nel perseguire gli obiettivi di cui al primo comma, il Comitato, il Consiglio e la Commissione e, se del caso, le autorità di risoluzione nazionali, cercano di ridurre al minimo i costi della risoluzione e di evitare la distruzione del valore, a meno che essa non sia necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione”*. In termini analoghi, nella disciplina nazionale, cfr. artt. 20 e 21 del d.lgs. 180/2015.



*sale prices*)<sup>28</sup>.

E' qui appena il caso di ricordare le aberrazioni cui ha condotto la draconiana interpretazione della disciplina sulle sovvenzioni alle aziende bancarie in crisi<sup>29</sup>, adottata dalla Commissione UE nel caso Tercas, poi annullata dal Tribunale UE<sup>30</sup>.

Alle menzionate criticità delle procedure di gestione delle crisi si aggiungano poi:

- le incertezze rivenienti dalla mancata realizzazione del sistema europeo di garanzia dei depositi, con più di 7 mila miliardi di depositi protetti (sotto i 100.000 euro) in Europa, che potrebbero arrivare a quasi 8 mila mld per fine 2023, e le resistenze della politica che, in un contesto di assicurazione europea dei depositi, ritiene conseguenza inevitabile addivenire a una garanzia fiscale per tale rilevantissimo ammontare, laddove invece le Autorità di vigilanza ritengono che il sistema di garanzia dei depositi riguarda principalmente le banche medie e piccole, visto che le istituzioni sistemiche sono già coperte dal meccanismo di risoluzione europeo e dal

---

<sup>28</sup> Cfr Majnoni D'Intignano, Dal Santo e Maltese, op. cit., p. 11.

<sup>29</sup> Comunicazione 2013/C 216/01 della Commissione relativa all'applicazione, dal 1 °agosto 2013 , delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria ( «La comunicazione sul settore bancario» ).

<sup>30</sup> Come noto, la vicenda è originata dal contributo dato dal Fondo Interbancario di Tutela dei depositi nel salvataggio della banca Tercas, cui ha partecipato con un aumento di capitale anche la Banca Popolare di Bari (BPB). Detto intervento è stato considerato dalla Commissione Europea un aiuto di Stato illegittimo concesso dall'Italia a Tercas, con conseguente ordine di provvedere al recupero (Decisione UE 2016/1208 della Commissione, del 23 dicembre 2015, relativa all' aiuto di Stato SA.39451 (2015/C) (ex 2015/NN) cui l'Italia ha dato esecuzione a favore di Banca Tercas (GU 2016, L 203, pag. 1). Avverso tale decisione l'Italia, BPB e il FITD, sostenuto dalla Banca d'Italia, hanno proposto ricorsi di annullamento. Con sentenza del 19 marzo 2019 (Sentenza Italia/Commissione, T-98/16, T-196/16 e T-198/16 ; v. anche CS n. 34/19.), il Tribunale di prima cure ha accolto tali ricorsi annullando la decisione della Commissione, con la motivazione che le condizioni per qualificare l'intervento del FITD come aiuto di Stato non erano soddisfatte, poiché tale intervento non era né imputabile allo Stato italiano, né finanziato mediante risorse statali da esso provenienti. Proposto ricorso da parte della Commissione UE, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, riunita in Grande sezione (Sentenza nella causa C-425/19) del 2.03.2021), ha rigettato il ricorso, precisando che affinché determinati vantaggi possano essere qualificati come «aiuti» ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, da un lato essi devono essere concessi direttamente o indirettamente mediante risorse statali e dall'altro devono essere imputabili allo Stato. Nel caso di specie, la Corte ha stabilito che il Tribunale non ha commesso errori dichiarando che gli indizi presentati dalla Commissione per dimostrare l'influenza delle autorità pubbliche italiane sul FITD non permettono di imputare il suo intervento a favore di Tercas alle autorità italiane e, in tale contesto, particolare rilievo è stato dato all'assenza di un vincolo di capitale tra il FITD e lo Stato.



rispettivo fondo<sup>31</sup>;

- la stessa insufficienza del fondo di risoluzione unico che, cubando a regime solo 55 mld, potrebbe far fronte a crisi di IS di media grandezza; in tale contesto sempre più urgente, per evitare il coinvolgimento diretto dei taxpayers è l'approvazione della riforma del MES (Meccanismo europeo di Stabilità) che interverrebbe come linea di back stop, finanziando gli interventi del fondo (analogamente a quanto è avvenuto con le linee di credito concesse da Unicredit, Intesa Sanpaolo e BPER al Fondo di risoluzione nazionale, nella vicenda delle quattro banche risolte nel 2015);

- e, non ultimo, i rischi reputazionali per l'Autorità, connessi alla carenza di una diffusa "cultura di mercato", che assuma come fenomeno fisiologico il fallimento delle imprese bancarie

Tali difficoltà si evidenziano in relazione ai "salvataggi" che, con il beneplacito della stessa BCE e della Commissione UE, hanno registrato *generose* forme di sostegno pubblico: si pensi alla vicenda delle due banche venete e al "compromesso" realizzato in tale occasione, con ardite acrobazie giuridiche, per cui non si è fatto ricorso al Fondo di Risoluzione Europeo, pur trattandosi di banche significative e, per converso, in sede UE non si è qualificato come aiuto di Stato il rilevante intervento pubblico<sup>32</sup>, che ha consentito di evitare una liquidazione atomistica e far subentrare Intesa Sanpaolo, in regime di continuità, nella gestione delle aziende bancarie suddette.

Pertanto, è ipotizzabile che le operazioni di integrazione prospettate dalla BCE in un'ottica di rafforzamento della stabilità di singoli intermediari continuino ad

---

<sup>31</sup> Cfr. Enria, Intervista, op. cit., il quale precisa che "Inoltre, i fondi di garanzia dei depositi sono alimentati dalle banche stesse e anche nel caso di una crisi enorme come la Grande Crisi Finanziaria che ha fatto seguito al fallimento di Lehman Brothers, negli Usa sono riusciti a far uscire dal mercato 489 banche di medie e piccole dimensioni usando solo i fondi privati raccolti dalle banche, senza alcuna necessità di supporto pubblico. Se il sistema funziona bene la possibilità che la garanzia pubblica venga effettivamente utilizzata è estremamente bassa."

<sup>32</sup> Cfr. D.L. 25.06.2017 n. 99, convertito in L. 31.07.2017 n. 121, recante Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca popolare di Vicenza S.p.a. e di Veneto Banca S.p.a

accompagnarsi alla richiesta (da parte del soggetto aggregante) di incentivi o vantaggi “particolari” per procedere alla loro attuazione; significativa al riguardo è stata la posizione di Unicredit nei confronti di Montepaschi ovvero quella di CCB nell’esercizio dell’opzione di acquisto su Carige.

Come noto, nel primo caso il mancato riconoscimento dei benefits e delle condizioni richiesti ha portato al fallimento della pur avanzata trattativa e ad un destino di Montepaschi ancora da definire; nel secondo caso, al mancato esercizio dell’opzione da parte di CCB, ha fatto seguito l’acquisto di Carige da parte di BPER con un contributo decisivo del FITD per il ripianamento del deficit patrimoniale, intervento come detto “sdoganato” dalla richiamata vicenda Tercas.

Quanto precede induce a riflettere sul modello di soluzione delle crisi adottato dall’UBE e sulla necessità di un suo ripensamento, che non sia limitato a profili eminentemente tecnici, quali quelli sopra segnalati. Esso mostra, infatti, limiti con riguardo sia all’effettiva applicazione del principio della c.c. internalizzazione delle perdite, sia alla permanenza in sede “domestica” di forme di sostanziale socializzazione delle perdite, a fronte di poteri e responsabilità di vigilanza che, anche con riferimento alle banche medio piccole, si assumono ormai come sovranazionali.

**Marco Sepe**

*Ordinario di Diritto dell’economia*

*nell’Università degli Studi di Roma Unitelma Sapienza*

## SOGGETTIVITÀ FINANZIARIA E FORME DI AGGREGAZIONE \*

*(Financial Entities and Aggregation Phenomena)*

**ABSTRACT:** *The evolution of the operational context of the financial field as well as of the related disciplinary framework proposes significant variations in the structural articulations with which the typical activities of the sector are carried out. The survey is aimed at identifying the apex trajectories of certain dynamics underlying today's subjective configuration of the operators of the financial sector, with prevailing attention to the banking component, while also giving adequate value to the technological dimension, which in the present reconfigures traditional operational and structural paradigms of the system. All this with a view to a preliminary verification of the resilience of the forms of supervision currently in place in domestic and EU terms.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Le forme della disarticolazione dell'attività di impresa in campo finanziario: tra pluralismo esternalizzazioni e dinamiche di mercato. – 3. e le implicazioni discendenti dalla digitalizzazione delle attività finanziarie. – 4. Le forme di aggregazione soggettiva. – 5. Evoluzione nella morfologia del campo bancario e finanziario: la disciplina degli assetti proprietari... – 6. ... e dei gruppi. – 7. La regolamentazione prospettica delle filiali di paesi terzi. – 8. Il ruolo dei conglomerati finanziari. – 9. ... e la valenza degli accordi distributivi. – 10. ... e i gruppi misti. – 11. Gli IPS. – 12. Conclusioni.

1. L'evoluzione del contesto operativo del campo finanziario così come del relativo quadro disciplinare di riferimento propone variazioni anche significative nelle articolazioni strutturali con le quali le attività tipiche del settore trovano modalità di svolgimento.

Si pone nel contesto di questa generale cornice l'opportunità di una rassegna di talune delle principali tematiche che emergono dall'osservazione delle odierne

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

forme di soggettività finanziaria, avendo cura di precisare che si utilizza tale espressione in una accezione volutamente atecnica e volta descrittivamente ad abbracciare le diverse configurazioni organizzative che si affacciano oggi nel panorama di settore.

La prospettiva di analisi è duplice: per un verso, infatti, rilevano fenomeni di disarticolazione dell'attività di impresa, secondo logiche di segmentazione delle catene del valore; per un altro, emergono le diverse forme di integrazione e collaborazione tra distinte entità, configurabili in ambiti mono o inter settoriali, sulla base di legami partecipativi o solo convenzionali.

La soggettività finanziaria, al pari di ogni altro fenomeno si volesse esaminare, si presta evidentemente anche ad essere riguardata in una prospettiva diacronica, cosa che consente di apprezzare un dato tipico del settore, consistente nel fatto che la dimensione soggettiva è stata sovente condizionata e indirizzata da logiche di supervisione o comunque da vincoli normativi esterni.

A fronte di una fenomenologia molto vasta, il più limitato intento è quello di individuare le traiettorie di vertice di talune dinamiche sottese alla odierna configurazione soggettiva degli operatori del comparto finanziario, con prevalente attenzione alla componente bancaria, dando anche adeguata valorizzazione alla dimensione tecnologica, che nel presente riconfigura tradizionali paradigmi operativi e strutturali del sistema. Il tutto nell'ottica di una preliminare verifica circa la tenuta delle forme di supervisione allo stato approntate in chiave domestica e unionale<sup>1</sup>.

2. Nella preistoria di un tempo bancocentrico, antecedente all'affermazione del modello di banca universale si ragionava di pluralismo soggettivo, richiamandosi

---

<sup>1</sup> Sul tema dell'evoluzione del quadro disciplinare in campo finanziario nel contesto evolutivo attuale, vedi anche F. ANNUNZIATA e M. LAMANDINI, *“Questo è un nodo avviluppato”*: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur comm.*, 2022, p. 34/1

alle modalità con le quali il *lavoro bancario* veniva diviso per soggetti<sup>2</sup>.

Il modello impresso dal testo unico bancario ha offerto la possibilità di ricomporre in unicità soggettiva la pregressa frammentazione, ma neanche la banca universale rappresenta la fine della storia.

Negli anni più recenti – anche per effetto di spinte derivanti dalla regolamentazione di settore, che ha accompagnato ora l'evoluzione delle forme tecniche operative ora l'esigenza di rispondere alla crisi del finire del primo decennio del secolo – si è assistito all'emersione di nuove forme di disarticolazione e frammentazione del *lavoro finanziario*. E ciò non più in termini di linee operative (leasing, factoring) ma, preferenzialmente, per via di una frantumazione della scala di creazione del valore del prodotto o del servizio<sup>3</sup>.

Esternalizzazioni, servicing, veicoli societari, consorzi esterni al servizio di gruppi o di altre forme di aggregazione societaria sono le più evidenti emersioni di un fenomeno che, complessivamente inteso, vede l'individuazione e l'autonoma valorizzazione di ambiti operativi che, singolarmente considerati, si situano al di fuori dei tradizionali campi coperti dai regimi di riserva<sup>4</sup>.

La possibilità di sottrarre talune frazioni di una operatività più ampia dal regime disciplinare applicato alle attività *core*, ha incentivato, insieme ad intrinseche spinte di carattere economico, una riarticolazione e segmentazione delle catene del valore nel senso sopra indicato.

Fa da contrappunto alla fuoriuscita di componenti operative – per via di esternalizzazione o creazione di società veicolo – dal regime regolamentato,

---

<sup>2</sup> Cfr. S. CASSESE, *La "divisione del lavoro bancario". Distribuzione funzionale e territoriale del credito dal 1936 ad oggi*, in *Economia italiana*, 1983, p. 375 ss..

<sup>3</sup> Vedi in generale sul tema, F. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in AA.VV.,  *Mercati regolati, e nuove filiere di valore*, a cura di R. Lener, G. Luchena, C. Robustella, Giappichelli, 2021, p. 63 ss; M. SEPE, *Prestazione frazionata e regole del rapporto tra imprese*, *ivi*, p. 233 ss.

<sup>4</sup> Vedi, nel contesto di un'ampia letteratura, A. SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, a cura di G. Finocchiaro e V. Falce, Zanichelli, 2019, p. 205 ss.; G. FALCONE, *Profili problematici dell'esternalizzazione di funzioni ed attività "tipiche" da parte degli intermediari del mercato finanziario*, in AA.VV.,  *Mercati regolati, e nuove filiere di valore*, *cit.*, p. 275 ss.

l'evolversi dei perimetri delle riserve di attività. E' un fenomeno storicamente attestato, ma che negli ultimi anni, anche per impulso della regolamentazione europea, assume connotazioni più consistenti (e ciò, evidentemente, anche per l'emergere di nuovi ambiti di innovazione finanziaria ovvero di nuove istanze ed interessi giudicati meritevoli di protezione).

Questo movimento opera secondo modalità distinte, con diverse velocità e differenti esiti. In alcuni campi l'obiettivo è chiaramente quello di espandere l'area dell'operatività riservata, onde catturare e ricondurre nell'alveo della soggettività regolamentata nuovi attori, protagonisti di nuove formule operative (si pensi, tra i tanti, al mondo dei servizi di pagamento ed alla progressiva estensione del novero dei servizi che rientrano nel campo di applicazione della PSD2, con un processo che si qualifica anche attraverso la configurazione dell'ambito di applicazione negativo della disciplina in parola, come per il caso della *limited network exclusion*)<sup>5</sup>.

In altri ambiti, viceversa, l'approccio è più attendista: si consideri l'area del *fintech* dove si è affermata l'esigenza di osservare l'evoluzione del mercato prima di procedere ad una eventuale regolamentazione, e ciò anche al fine di evitare di comprimere l'innovazione finanziaria per effetto di una disciplina che imbrigli lo sprigionarsi di nuove modalità operative. L'attuazione dell'agenda digitale europea<sup>6</sup>, con l'adozione del regolamento pilota<sup>7</sup> e, soprattutto, la prossima approvazione del MiCAR<sup>8</sup>, segna sotto questo versante una svolta rilevante, fermi i tempi di

---

<sup>5</sup> Vedi, da ultimo, V. TROIANO e S. MEZZACAPO, *La maggiore convergenza nel negative scope della PSD2: i nuovi criteri applicativi della "limited network exclusion"*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, p. 481 ss.

<sup>6</sup> Cfr., Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE (COM(2020)591 final)

<sup>7</sup> Cfr. Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE.

<sup>8</sup> Cfr. Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, del 24 settembre 2020 (COM(2020) 593 final), rispetto alla quale è stato recentemente raggiunto un accordo

effettiva entrata a regime di tali interventi disciplinari.

3. Ancora al variegato mondo del *fintech* occorre riferirsi, sempre in chiave di analisi delle forme di articolazione e disarticolazione della dinamica d'impresa.

Nei decenni scorsi l'innovazione finanziaria, in un tempo lontano identificata nel cd. parabancario, è stata di fatto assorbita nel modello di banca universale (che pure ammetteva forme di specializzazione di tipo *vocazionale*) ed integrata in una logica di impresa: in termini giuridici il processo è scolpito dalla nota formula che distingueva "attività bancaria e attività delle banche"<sup>9</sup>.

Il *fintech*, nella sua multiforme modalità di espressione<sup>10</sup>, propone diverse traiettorie.

Con grandi semplificazioni, è dato distinguere due possibili accezioni nelle quali considerare tale fenomeno.

In una prima prospettiva, infatti, il riferimento è all'intensivo utilizzo della tecnologia nella erogazione dei servizi a valenza finanziaria. Così considerato, si tratta di un fenomeno che – anche laddove si costruisce attraverso rapporti di *servicing* operativo a favore di entità del mondo tecnologico – è concettualmente internalizzato nell'ambito delle tradizionali gestioni bancarie e finanziarie, inclusa quella assicurativa.

In una seconda prospettiva, è – viceversa – da intendersi come modalità di svolgimento di un'operatività tutta quanta fondata sull'apertura digitale. In questo caso, la scelta *solo on-line* coglie una prospettiva di posizionamento di impresa, di

---

provvisorio tra Consiglio e Parlamento Europeo (<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/06/30/digital-finance-agreement-reached-on-european-crypto-assets-regulation-mica/>)

<sup>9</sup> Vedi sul tema, F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 10*, nel *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, Cedam, 2018, t.1, p. 111 ss.; G. MINERVINI, *Le attività non bancarie della banca*, in *Bancaria*, 2000, p. 22 ss; AA.VV., *Le attività delle banche*, a cura di A. Urbani, Cedam, 2010.

<sup>10</sup> Vedi, per un inquadramento generale, AA.VV., *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M. Paracampo, Giappichelli, 2019; G. PITRUZZELLA, *FinTech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario, creditizio, assicurativo*, in *Bancaria*, 2018, n. 6, p. 23 ss; R.LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *RTDE*, 3/2019, p. 267 ss.

identificazione di una specifica tipologia di clientela, in particolare quella più giovane, e questa sua fisionomia non facilmente si integra con i modelli tradizionali, seppur più avanzati di erogazione dei servizi finanziari. Di qui, in diverse situazioni, la creazione di veicoli *ad hoc* destinati a questo *modus operandi* tanto da parte di soggetti indipendenti che fondano su questa logica la propria *value proposition*, che da parte di gruppi molto strutturati che, per l'appunto, collocano la propria offerta *solo on line* nell'ambito di entità specifiche e specializzate. Quindi, in questa accezione, la *tecnologia* – o meglio l'offerta *solo on line* – diviene strumento di identità e forma di specializzazione.

Nel tempo che ha seguito il processo di despecializzazione istituzionale della fine del secolo scorso, si era rintracciato nel localismo delle BCC la residua forma di specialità insita nel sistema, per via di vincolo normativo. La creazione forzata del gruppo cooperativo ha corroso la attualità di quella lettura: le BCC soffrono una crisi identitaria generata proprio dalla perdita della autonomia nelle relazioni di prossimità con il proprio territorio di riferimento<sup>11</sup>.

La scelta *solo on line* è la frontiera della specializzazione dei tempi attuali.

Ancora una volta la specialità si misura con la dimensione del *luogo*: il luogo digitale, la scelta solo on-line, implica l'abbandono della rete fisica, del contatto in presenza con il cliente. Si tratta dunque di un luogo rarefatto, di un non luogo, e questo porta con sé anche l'esigenza di riorganizzare le categorie concettuali abituate a ragionare con la componente fisica delle attività prestate, specialmente nella prospettiva *cross-border*.

E' da chiedersi se l'applicazione dei principi di *proporzionalità* sia sufficiente ad adeguare la supervisione di tali innovativi modelli operativi o se piuttosto per tali schemi sia opportuno identificare un rinnovato e specifico set di regole che ne colga

---

<sup>11</sup> Vedi CAPRIGLIONE, *Per un nuovo trade off tra localismo e stabilità*, in *RTDE*, Suppl. al n. 3/208, p. 4 ss.; M. SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, in *RTDE*, 1/2019, p. 51 ss. A. URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, *ivi*, p. 118 ss.



appieno le specificità<sup>12</sup>.

4. Passando a considerare ora le forme odierne della aggregazione soggettiva in campo finanziario, non ci si può sottrarre in via preliminare da un tentativo di schematizzazione.

E, dunque, è certamente possibile individuare (i) modelli fondati su rapporti *partecipativi* (gruppi, conglomerati), (ii) modelli fondati su moduli *convenzionali* (schemi di protezione istituzionale; accordi distributivi; reti collegate ad *outsourcers*); (iii) schemi che ibridano strutturalmente i due modelli (gruppo bancario cooperativo).

Prendendo, viceversa, in considerazione la dinamica che conduce alla definizione di tali aggregazioni, la distinzione di fondo è tra forme di aggregazione volontaria e meccanismi indotti da impulso esterno, in quanto direttamente previsti da norma di legge o mediati da atto di autorità (pensiamo al gruppo cooperativo per la prima ipotesi, o alle ipotesi di costituzione di imprese madri UE intermedie per la seconda).

In questa ipotetica tassonomia non rientrano le *piattaforme*. E' pur vero che questi ambienti danno luogo a forme di interazione e, se si vuole, di *lasca* aggregazione tra i vari operatori che vi confluiscono per offrire e porre in vetrina prodotti o servizi a valenza finanziaria in un contesto unitario, nelle forme in cui può parlarsi di unitarietà in un *ecosistema* digitale<sup>13</sup>.

Ora, tralasciando il profilo attinente al regime regolamentare della piattaforma e del soggetto che eventualmente la opera o la gestisce soggetto che organizza e rende fruibile la piattaforma agli aderenti (come pure quello degli specifici

---

<sup>12</sup> Sui profili di impianto relativi al raccordo tra luogo e regole, vedi AA.VV., *I luoghi dell'economia. Le dimensioni della sovranità*, a cura di A. Antonucci, M. De Poli, A. Urbani, Giappichelli, 2019.

<sup>13</sup> Per un'analisi di impianto generale su fenomeno delle piattaforme digitali, vedi A. CANAPA, *I mercanti dell'era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Giappichelli, 2020; L. AMMANNATI e G. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *RTDE*, 2/2021, p. 290 ss..

servizi che detto gestore può offrire individualmente a ciascuno di essi)<sup>14</sup>, il punto di attenzione è quello della rilevanza da assegnare alle interazioni che per tal via vengono a svilupparsi *tra* gli aderenti medesimi.

In vero, tra tali soggetti non ci sono di regola relazioni convenzionali; ciascuno porta in vetrina il proprio prodotto, in un luogo digitale ove l'utente può accedere alle diverse offerte di prodotti; gli aderenti accettano le regole di partecipazione alla piattaforma, condividendo la vocazione a far parte di un ecosistema (e quindi per tal via il loro *agere* presenta un elemento differenziale rispetto a quello del soggetto che opera isolatamente nell'ambito della propria iniziativa individuale)<sup>15</sup>.

L'assenza di relazioni convenzionali *tra* gli aderenti non dà dunque luogo a rapporti diretti di carattere obbligatorio: la relazione convenzionale, in forma di adesione alle regole della piattaforma, è piuttosto incentrata nel raccordo tra il singolo aderente e quest'ultima, donde l'assenza dei tratti minimi per poter includere le piattaforme in una ipotetica tassonomia delle forme odierne della aggregazione soggettiva del mercato finanziario<sup>16</sup>.

5. Riferendoci, dunque, ai modelli di aggregazione fondati su rapporti *partecipativi*, non può non rilevarsi come questo primo scorcio del 2022 veda a livello domestico rilevanti mutamenti disciplinari che potranno avere considerevoli impatti sulla componente soggettiva del campo bancario e finanziario.

Il riferimento è alla congiunta revisione disciplinare che ha interessato gli as-

---

<sup>14</sup> A livello europeo rileva, tra l'altro, la Proposta della Commissione Europea di un Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a mercato equi e contendibili nel settore digitale (Digital Markets Act) del dicembre 2020 (COM(2020) 842 final, rispetto alla quale è stato recentemente raggiunto un accordo provvisorio tra Consiglio e Parlamento Europeo (<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/03/25/council-and-european-parliament-reach-agreement-on-the-digital-markets-act/>))

<sup>15</sup> Vedi A. CANEPA, *Big tech e mercati finanziari: "sbarco pacifico" o "invasione"? Analisi di un "approdo" con offerta "à la carte"*, in *RTDE*, 3/2021 p. 465 ss.

<sup>16</sup> In chiave generale, vedi F. BASSAN, *Le piattaforme digitali tra co-regolazione, concorrenza e codificazione di diritto comune*, in AA.V.,  *Mercati regolati, e nuove filiere di valore*, cit., p. 165 ss. e A. CANEPA, *ult.op.cit.*, in partic., p. 491 ss.

setti proprietari delle banche (nonché degli altri intermediari finanziari) e le regole sui gruppi bancari<sup>17</sup>.

Si tratta di modifiche di diversa valenza: la nuova regolamentazione degli assetti proprietari delle banche, necessitata dal recepimento della CRD 5 e dall'adeguamento alle *guidelines* delle autorità europee nel 2016<sup>18</sup>, ridisegna la logica della supervisione sulla composizione proprietaria. Qui, oltre ad un ammodernamento disciplinare, si assiste per certi aspetti ad un *cambio di paradigma*. Il recepimento del criterio del moltiplicatore, la revisione del concetto del concerto, l'identificazione delle presunzioni e degli indici di tale concerto, per come introdotte nella disciplina domestica, anche a seguito dell'adozione della disciplina di rango secondario<sup>19</sup>, in parte mutano la prospettiva con la quale sinora è stato configurato il controllo degli assetti proprietari.

Tradizionalmente, infatti, questo ha mirato a verificare l'intensità dell'influenza determinata da una acquisizione partecipativa e le discendenti implicazioni in termini di sana e prudente gestione dell'impresa target. Orbene, ferma questa prospettiva, ci si sta spostando verso un modello che assoggetta a forme di controllo anche ipotesi di possesso partecipativo per un verso disancorate dalla acquisizione intesa come decisione di acquisizione e, sotto altro versante, discoste dalla intenzione di utilizzo della partecipazione acquisita per influire sulla gestione. E' quanto è dato riscontrare considerando per un verso la logica sottostante alle diverse fattispecie che danno luogo alle ipotesi di *acquisizione involontaria*, per un al-

---

<sup>17</sup> Vedi al riguardo il d.lgs. 8 novembre 2021, n. 82 recante Attuazione della direttiva (UE) 2019/878, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale, nonché per l'adeguamento al regolamento (UE) 2019/876, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi, nonché modifiche al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

<sup>18</sup> Cfr. *Orientamenti comuni per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario*, emanati congiuntamente da EBA, ESMA ed EIOPA il 20 dicembre 2016 (JC/GL/2016/01)

<sup>19</sup> Il riferimento è alle *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, adottate con Provvedimento del 26 luglio 2002.

tro, la possibile estensione applicativa delle regole del moltiplicatore, specialmente considerando fenomeni di partecipazione indiretta<sup>20</sup>. E ciò in un contesto disciplinare che, perlomeno nell'area euro-unionale del settore bancario, opera secondo le dinamiche della procedura comune, cosa che, se per un verso, dovrebbe favorire uniformità applicativa, per un altro, potrebbe rendere meno efficiente la necessaria valutazione caso per caso dell'incidenza effettiva di un incremento del possesso azionario.

Allo stesso modo, l'intensità con la quale si darà rilevanza alle presunzioni di concerto potrà impattare sulle stesse dinamiche di mercato e sulle scelte degli operatori. E ciò sia in merito alle forme per conseguire incrementi di possessi azionari, sia in chiave di rivisitazione dell'articolazione delle pattuizioni tra soci che sinora hanno definito l'assetto concreto della *governance* di rilevanti intermediari di settore<sup>21</sup>.

6. Ancora più rilevante, nella prospettiva che stiamo esaminando, è l'impatto derivante dalla revisione della disciplina sui gruppi bancari.

Qui un primo punto di sostanza è il parziale superamento del perno su cui si fonda la regolamentazione interna di tali formazioni, rappresentato dalla sede legale nazionale del vertice del raggruppamento.

Come è noto, il gruppo è una figura soggettiva introdotta a livello domestico, laddove le direttive europee di settore si concentrano fondamentalmente sul livello, consolidato o meno, della vigilanza esperibile su banche. Di qui, in ambito inter-

---

<sup>20</sup>Su tale tematica, con particolare riguardo al concetto di *acquisizione di una partecipazione qualificata* nel contesto dell'Unione, impatta inevitabilmente anche la pronuncia del Tribunale UE dell'11 maggio 2022 nella causa T-913/16 (in GUCE, 11 luglio 2022, C 266): vedi, per un primo commento, F. ANNUNZIATA, *Qualifyng shareholders and the fit and proper assessment. A new chapter in Fininvest-B. v. ECB (CASE T-913/16 – Decision of the General Court)* in *Le Società*, n. 7/2022, p. 827 ss., e M.S. SPOLIDORO, *“Mediolani mira omnia”*. *Fusioni e acquisizioni di partecipazioni rilevanti in enti creditizi*, *ivi*, p. 830 ss.

<sup>21</sup> E ciò ferma restando l'applicazione del regime transitorio contenuto negli artt. 3 e 4 del d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182.

no, la distinzione tra disciplina del gruppo ed ambito della vigilanza consolidata, che si estende, per l'appunto, oltre il nucleo più ristretto, costituito dal gruppo.

Il perimetro del gruppo bancario è disegnato intorno alla figura della capogruppo, con sede legale nel nostro paese, di talché un gruppo nazionale può ben essere il sottogruppo di un gruppo internazionale, con conseguente distinzione tra autorità preposta al controllo del gruppo in quanto tale e autorità preposta al controllo del sottogruppo domestico.

Ora – con riguardo a formazioni capeggiate da società di partecipazione finanziaria o mista ((M)SPF) – il modello così descritto muta, con la conseguenza che potranno aversi gruppi bancari capeggiati da (M)SPF aventi sede legale in un qualsiasi paese dell'Unione.

L'intervento è motivato dalla esigenza che, qualora al vertice di un raggruppamento vi sia una (M)SPF madre nella UE, questa debba essere il soggetto direttamente responsabile del rispetto dei requisiti prudenziali su base consolidata. Ne consegue anche che tale capogruppo europea risulterà il referente diretto della autorità di vigilanza su base consolidata (la quale, per inciso, potrebbe essere una autorità nazionale di paese diverso rispetto a quello di insediamento della capogruppo)<sup>22</sup>.

Come nell'esempio delle banche *on line* specializzate, viene posto in tensione il tradizionale raccordo tra luogo e regole di vigilanza, lì per effetto del naturale portato operativo di scelte tecnologiche, qui per consapevole valutazione del legislatore europeo che diversamente costruisce il nesso tra competenza della vigilanza su base consolidata e nazionalità del soggetto finanziario posto al vertice del raggruppamento.

Sotto altro versante, il portato della novella determina un deciso *step-up* del ruolo delle *holding finanziarie*. Strana la sorte di tali soggetti: per quelli che da più tempo si occupano di queste materie, le holding erano inserite nel cosiddetto elen-

---

<sup>22</sup> Vedi al riguardo il considerando n. 3 della Direttiva n. 2019/878/UE.

co dell'articolo 113 TUB, poi neppure più lì, sebbene potenzialmente capogruppo di gruppi bancari<sup>23</sup>. Oggi si prevede un regime di *autorizzazione* per lo svolgimento del ruolo di capogruppo da parte di tali soggetti, con apposita regolamentazione anche delle ipotesi di esenzione dallo svolgimento di quel ruolo<sup>24</sup>.

Nel nuovo sistema risultano molto faticose e articolate le modalità con le quali si dipana il raccordo funzionale tra l'autorità competente sulla banca dislocata in una determinata giurisdizione e l'autorità che è invece competente sulla società di partecipazione finanziaria (o mista) dislocata in altro paese dell'Unione che sia stata, per l'appunto, autorizzata ad operare come capogruppo<sup>25</sup>.

Nella prospettiva euro-unionale queste complessità possono essere mitigate, in tutti i casi nei quali la competenza si concentra in capo alla BCE, ma se ci spostiamo alle componenti fuori della zona dell'euro certamente la logica del coordinamento si fa più complessa. Sotto questo versante, può anche dubitarsi circa la effettiva efficienza di modelli basati su collegi di supervisori: la realizzazione di un'omogenea cultura verso una rapida e franca cooperazione e collaborazione scotta, infatti, tutti i limiti del desiderio di mantenere integre le proprie prerogative<sup>26</sup>. Il modello oggi prefigurato dovrà essere certamente testato alla prova dei fatti.

Un solo cenno poi alla previsione esplicita della possibilità di istituire imprese madri UE intermedie. In questo caso, “per agevolare l'attuazione nel diritto dell'UE delle norme convenute a livello internazionale riguardanti la capacità interna di assorbimento delle perdite per i G-SII non UE e, più in generale, per semplificare e rafforzare il processo di risoluzione di gruppi di paesi terzi con attività significative

---

<sup>23</sup> Si consenta il rinvio al mio *I soggetti operanti nel settore finanziario*, nel *Manuale di diritto bancario e finanziario* a cura di F.Capriglione, Cedam, 2019, p. 365 ss..

<sup>24</sup> Vedi, al riguardo, anche Banca d'Italia, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, aggiornamento n. 39 del 12 luglio 2022.

<sup>25</sup> Si consenta, al riguardo, il rinvio a V.TROIANO, *The evolving European regulatory framework of banking groups*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021

<sup>26</sup> Vedi le previsioni contenute nell'art. 69 TUB un termini di collaborazione tra autorità.

nell'UE"<sup>27</sup> è stato introdotto, a certe condizioni, un obbligo di costituire un'impresa madre nell'UE intermedia quando due o più enti, stabiliti nell'UE, hanno la stessa impresa madre capogruppo in un paese terzo<sup>28</sup>.

Anche in questo caso la disciplina si presenta molto complessa nella sua concreta applicazione, specie nel raccordo tra le autorità nazionali competenti che potrebbero formulare la richiesta di costituzione della holding intermedia.

Complessivamente intesi, gli interventi cui si è fatto cenno mostrano una logica improntata al superamento delle dimensioni nazionali ed al riferimento espresso verso un quadro integrato europeo. La tensione tra assetto attuale delle autorità di vigilanza nazionali ed ambizione del modello appare evidente; la mera logica del coordinamento operativo potrebbe non essere sufficiente a traguardare gli obiettivi di fondo della regolazione europea.

7. Un ulteriore aspetto che in prospettiva assumerà particolare rilevanza attiene alla disciplina delle filiali europee di imprese di paesi terzi. Ad oggi l'operare di imprese di paesi terzi non è armonizzata, con tutte le implicazioni che abbiamo in termini di fruibilità da parte delle filiali dislocate in una giurisdizione delle regole della libertà di stabilimento o di prestazione di servizi in altri paesi dell'Unione.

La proposta di CRD6 si focalizza proprio sulla configurazione di un regime disciplinare uniforme per il controllo sulle filiali di paesi terzi<sup>29</sup>. Il tratto di maggiore rilevanza della disciplina proposta riguarda le prerogative assegnate alle autorità competenti di poter imporre di trasformare la filiale in filiazione, chiedendo alle succursali di paesi terzi stabilite nel loro territorio di presentare domanda di auto-

---

<sup>27</sup> Così, Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale (COM(2016) 854 final), p. 13.

<sup>28</sup> Vedi sul punto gli artt. 69.3 TUB.

<sup>29</sup> Vedi Commissione Europea, Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE (COM(2021) 663 final).

rizzazione come enti filiazioni.

Si tratta di un potere di intervento rilevante che non è concepito come ac-  
centrato, ma piuttosto dislocato a livello nazionale, con quanto ne consegue in pun-  
to di potenziali divergenti applicazioni nelle diverse giurisdizioni<sup>30</sup>.

8. L'esperienza del conglomerato finanziario presenta luci ed ombre.

Per certi versi, la figura non riscontra sempre nelle previsioni di vigilanza  
prudenziale un trattamento che renda appetibile il ricorso a questo modulo di inte-  
grazione soggettiva tran-settoriale.

Sotto altro versante è evidente come il conglomerato determini nelle proprie  
dinamiche interne una implicita attrazione verso il modello regolamentare più ro-  
busto tra quelli applicabili alle sue diverse componenti: il riferimento è ad esempio  
alle formazioni bancario-assicurative, dove spesso si registra, sotto il profilo fattua-  
le, una estensione al comparto assicurativo di regole organizzative o procedurali  
normativamente concepite per il solo settore creditizio. La logica del governo coor-  
dinato dei rischi finisce per stimolare, per forza di inerzia, una sorta di *gold plating*  
sostanziale, con una tendenziale omogeneizzazione verso il regime regolamentare  
più severo (con la conseguenza che le regole procedurali interne che si danno le va-  
rie componenti del raggruppamento finiscono per essere similari, anche al sol fine  
di evitare distinzioni difficili da governare sul piano dei controlli interni a livello di  
gestione integrata).

Ne deriva che, sul piano delle concretezze, si assiste sovente ad un conteni-  
mento delle partecipazioni *cross-sectoral* al di sotto della soglia del 20% (rilevante ai  
fini della configurazione di un conglomerato) e ad un corrispondente un recupero di  
modalità e forme di aggregazione operativa costruite attraverso relazioni pretta-

---

<sup>30</sup> Vedi, su questi aspetti, ancora V.TROIANO, *ult. op.cit, loc. cit.*.



mente convenzionali<sup>31</sup>.

Il fenomeno della bancassurance, governato da convenzioni e accordi di distribuzione, è ampiamente risalente; esso tuttavia trova linfa nuova nell'attuale contesto, anche per effetto delle implicazioni regolamentari discendenti dalla definizione di relazioni più marcatamente fondate su assetti partecipativi rilevanti<sup>32</sup>.

9. Nella prospettiva sopra tratteggiata, emerge che gli accordi distributivi non siano necessariamente accompagnati da integrazioni anche societarie e quando queste sono presenti i soggetti interessati tendono sovente a collocare la soglia partecipativa ad un livello inferiore a quello che determinerebbe la configurazione di un conglomerato finanziario.

Mediante gli accordi distributivi si conseguono tuttavia forme di integrazione convenzionale molto rilevanti, che assumono valenza anche sul piano degli assetti dei principali poli del sistema finanziario domestico e non.

Nel momento in cui si assiste ad una perdita di centralità dell'attività bancaria tradizionale, lo sportello passa da luogo privilegiato per l'erogazione e la raccolta, a luogo eletto per la *distribuzione* di prodotti propri e di terzi.

Negli anni trascorsi le direttive europee hanno introdotto regole organizzative e comportamentali per la fase di costruzione e distribuzione dei prodotti, incorporando già in sede di ingegnerizzazione l'individuazione dei target market e coerentemente disegnando il raccordo tra *manufacturer* e *distributor*<sup>33</sup>.

Gli accordi distributivi vivono dell'interazione tra un distributore tipicamente bancario e un produttore tante volte del campo assicurativo o del risparmio gestito.

---

<sup>31</sup> Sui profili economici delle relazioni odierne nel raccordo tra banche e assicurazioni, vedi F.APICELLA, L. D'AURIZIO, R. GALLO, G. GUAZZAROTTI, *Le relazioni tra banche e assicurazioni in Italia*, in IVASS, *Quaderno n. 18*, Roma, settembre 2021.

<sup>32</sup> Vedi, sui profili generali della relazione indagata, AA.VV., *La banca-assicurazione*, a cura di L. Mezzasoma, A. Bellucci, A. Candian, P. Corrias, S. Landini, E. Llamas Pombo, ESI, 2017.

<sup>33</sup> In un'ampia letteratura, per una panoramica trasversale, G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client Protection on European Financial Markets – From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2014, visionabile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2494842>.

Queste ultime realtà ricercano un mercato di sbocco; le banche per contro fondano sui ricavi commissionali una rilevante componente reddituale.

Nelle varie operazioni di aggregazione registrabili a livello di sistema, la disciplina degli accordi di distribuzione risulta tra gli elementi più qualificanti delle operazioni che si configurano, spesso ne costituisce la motivazione prevalente.

La prassi contrattuale conosce strutture di *governance* degli accordi in questione che hanno rilevante impatto sullo sviluppo operativo degli intermediari interessati. In vari casi, poi, i contenuti di tali accordi prevedono l'emersione di flussi finanziari che impattano anche sulla componente patrimoniale, rilevante a fini di vigilanza, degli intermediari coinvolti.

In termini di analisi delle forme di aggregazione, la tematica degli accordi distributivi presenta oggi nella realtà effettuale una rilevanza crescente che probabilmente meriterebbe, in chiave di supervisione, a fini di stabilità e sana gestione, una focalizzazione più intensa rispetto a quanto è dato riscontrare.

10. Il riferimento alla figura dei conglomerati finanziari sollecita una ulteriore considerazione relativa al fenomeno, in grande evoluzione, concernente l'integrazione tra entità di natura finanziaria ed operatori attivi in altri settori.

La novità, all'evidenza, non riguarda il fenomeno in sé, bensì l'impatto che nelle forme oggi in osservazione può avere rispetto al passato.

Storicamente si sono registrate realtà *captive*, soggetti operanti in campo finanziario costituiti con il precipuo scopo di favorire sinergie operative e riduzione di costi di accesso al servizio bancario o al servizio finanziario da parte degli operatori industriali: pensiamo alle imprese di assicurazione captive, o a imprese bancarie legate ad una specifica impresa. Tale modello vede la componente finanziaria svolgere un ruolo meramente strumentale allo svolgimento dell'attività dell'impresa al cui servizio è dedicata, senza che ciò incrementi sostanzialmente modi e forme dell'azione dell'operatore professionale.

Viceversa, l'integrazione con grandi soggetti della logistica o del tech di entità dotate di licenze del campo finanziario dà luogo ad una fenomenologia di ben più robusto impatto complessivo, in special modo nell'area dei servizi di pagamento, ma per certi aspetti anche in quella dei finanziamenti.

Mentre il primo fenomeno considerato era inquadrabile in uno schema di agevolazione operativa dell'impresa industriale, in questo caso viceversa le due componenti industriale e finanziaria beneficiano mutuamente della interazione incrementando presenza e peso<sup>34</sup>. Il punto di coagulo su cui si fonda la logica e la costruzione del nuovo modello è il *dato*, le informazioni sulla base di utenti e sulle loro preferenze, la disponibilità di tali informazioni.

Tale assetto certamente pone delle specifiche attenzioni sulla configurazione delle attività che si sviluppano, sulla interazione rispetto ad altri operatori, sui limiti di utilizzo delle informazioni e, più in generale, sulla risposta regolamentare che vi si dovesse fornire<sup>35</sup>.

Sotto questo ultimo profilo, l'interazione tra una componente finanziaria ed una non finanziaria genera l'identificazione di formazioni societarie composte da entità che operano in settori molto diversi.

Sono gruppi misti (*mixed activity groups*), in una accezione rinnovata. Venti anni fa, infatti, *misto* era quel gruppo che intersecava attività bancaria e assicurativa. I conglomerati nacquero sul presupposto che i rischi assunti dalle diverse componenti del raggruppamento avessero comunque una medesima matrice finanziaria, oltre che dall'esigenza di evitare il *double counting* delle risorse patrimoniali<sup>36</sup>.

E' ancora al modello conglomerale, in veste rinnovata e con una prospettiva che vede il punto di coagulo nel *dato*, nel suo utilizzo, nei rischi discendenti da un

---

<sup>34</sup> In letteratura vedi, E. NOBLE, *The Next Generation of Financial Conglomerates: BigTech and Beyond*, di prossima pubblicazione su *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, visionabile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3693870>.

<sup>35</sup> Vedi A. ARGENTATI, *Banche e big tech: criticità e strumenti per governare la nuova relazione competitiva. Prime riflessioni*, in AA.VV., *Mercati regolati, e nuove filiere di valore*, cit., p. 185 ss.

<sup>36</sup> Sul punto, si consenta il rinvio a V. TROIANO, *I conglomerati finanziari*, Cedam, 2009.

suo improprio utilizzo, che in ambito europeo si inizia a guardare in chiave di eventuale regolazione del fenomeno osservato<sup>37</sup>.

11. Collocati idealmente tra le forme di integrazione di natura convenzionale, gli IPS (Institutional Protection Schemes) si configurano quali moduli di aggregazione tra banche che mantengono la loro autonomia. Essi risultano favoriti, per certi aspetti, dalla regolamentazione europea, la quale offre benefici di carattere prudenziale ai soggetti che vi accedono, assegnando alle autorità competenti il compito di vagliare la ricorrenza dei requisiti per il riconoscimento dello schema.

Rappresentano tecnicamente un «*accordo di responsabilità contrattuale*» che tutela gli enti partecipanti e, in particolare, garantisce che abbiano liquidità e solvibilità sufficienti a evitare il fallimento, ove necessario.

Le caratteristiche funzionali del modello si individuano in una logica parzialmente mutualistica, che si connota anche per la possibilità, al ricorrere di specifiche condizioni, di mettere a disposizione delle entità che accedono allo schema risorse finanziarie acquisite dallo schema attraverso un apposito fondo alimentato dai partecipanti stessi.

E' una forma di aggregazione ampiamente attestata in Europa. Come noto, in Italia ad oggi è sposato dai soli operatori cui è stata espressamente offerta l'opportunità di accedervi, in deroga al regime di adesione obbligatoria al gruppo bancario cooperativo (il riferimento è alle casse altoatesine che hanno dato vita all'IPS Raiffeisen)<sup>38</sup>.

Si tratta di un modello che, operando su base convenzionale, governa l'equilibrio tra autonomia e integrazione tra i partecipanti allo schema attraverso

---

<sup>37</sup> Vedi *Joint European Supervisory Authority* response to the European Commission's February 2021 Call for Advice on digital finance and related issues: regulation and supervision of more fragmented or non-integrated value chains, platforms and bundling of various financial services, and risks of groups combining different activities (ESA 2022 01 del 31 01 2022), p. 11.

<sup>38</sup> V. J. PAOLONI, *L'institutional protection scheme: modello imperfetto o perfettibile compromesso ?*, in RTDE, 4/2021, p. 551 ss.

l'azione dell'organismo di vertice (l'ente gestore) che si fa garante del sistema complessivo e del rispetto delle regole da parte dei partecipanti.

L'IPS può favorire la conservazione di un più genuino collegamento territoriale delle componenti allo schema rispetto a quanto progressivamente è dato vedere con riferimento tanto ai gruppi bancari ordinari che a quelli cooperativi.

Del resto si tratta di modelli diversi<sup>39</sup>: il gruppo bancario cooperativo, in particolare, mira a conseguire l'unità di direzione e di governo muovendo da una base societaria di riferimento di stampo cooperativistico, dovendo quindi coniugare la forma giuridica dei soggetti aderenti con le esigenze del governo unitario: il tanto discusso contratto di coesione è lo strumento tecnico attraverso cui si intende conseguire questo risultato<sup>40</sup>.

Lo schema istituzionale di protezione non ha questa finalità. Mira a favorire una cooperazione con scambi di risorse, assegnando un ruolo di coordinamento ad un ente gestore, e prevedendo la definizione di regole comuni, da rispettare per beneficiare della partecipazione allo schema da parte dei suoi aderenti.

La domanda che ci si può porre è se l'IPS potrà essere un modello applicabile anche da altri soggetti. A legislazione invariata, nulla in concreto esclude che singoli enti o anche gruppi minori possano ipotizzare di accedervi. In particolare, un comparto che più facilmente di altri potrebbe aprirsi verso questo genere di struttura potrebbe essere quello delle popolari sotto soglia (quelle sopra soglia, come noto, hanno affrontato la trasformazione in società per azioni). In vari casi, queste ultime imprese hanno da confrontarsi con l'esigenza di una stabilità da conquistare, con una patrimonializzazione da preservare<sup>41</sup>. Lì dove le logiche della integrazione non

---

<sup>39</sup> Vedi Centro Europa Ricerche, *Institutional Protection Scheme e Gruppo Bancario Cooperativo. Analisi comparata e implicazioni economico patrimoniali*, Roma, ottobre 2018.

<sup>40</sup> Vedi in letteratura, A. SACCO GINEVRI, *La nuova regolazione del gruppo bancario*, Utet, 2017; R. SANTAGATA, *Coesione ed autonomia nel gruppo bancario cooperativo*, in *Banca e borsa*, 2017, p. 432 ss.

<sup>41</sup> Vedi Banca d'Italia, *Considerazioni Finali del Governatore*, Roma, 31 maggio 2022, p. 17 s. "Il deterioramento della situazione congiunturale potrebbe avere conseguenze di rilievo per le banche più orientate all'attività di intermediazione creditizia, in particolare per alcune, tra quelle medio-

possano in concreto conseguirsi (come ad esempio tramite la via della fusione per incorporazione di soggetti di minore dimensione), il modello dello IPS potrebbe divenire una soluzione plausibile.

12. Dalla sintetica disamina dei diversi fenomeni considerati, tanto in chiave di disaggregazione soggettiva che di integrazione strutturale o convenzionale, emerge un quadro in profonda evoluzione, sia per effetto della dimensione tecnologica che progressivamente interessa l'intero comparto, sia per l'impatto indotto da normative in atto o in adozione.

In taluni casi sono posti in tensione alcuni principi di vertice che hanno storicamente fondato l'*agere* delle autorità di settore; in altri, il rapporto con il luogo di svolgimento di attività impone di revisionare tecniche di supervisione ed anche articolazione di competenze.

**Vincenzo Troiano**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Perugia*

---

piccole, su cui già pesano difficoltà nell'azione di contenimento dei costi e che faticano a beneficiare di economie di scala, diversificare le fonti di ricavo, reperire i capitali necessari per l'investimento in nuove tecnologie. L'azione della Vigilanza resta indirizzata a spingere questi intermediari a dotarsi di un governo societario in grado di formulare e attuare piani strategici credibili e coerenti con le sfide poste dal contesto di mercato; è responsabilità degli organi aziendali agire senza ritardi, anche sul fronte di possibili aggregazioni, per minimizzare il rischio che situazioni di difficoltà sfocino in irreversibili crisi aziendali”.

## IL FONDO INTERBANCARIO DI TUTELA DEI DEPOSITI.

### METAMORFOSI DELLA FUNZIONE \*

*(The Italian Deposit Guarantee Scheme. Change of functions)*

**ABSTRACT:** *The paper analyzes the regulations of the Italian Deposit Guarantee Scheme. Interventions carried out by the Italian Deposit Guarantee Scheme are analyzed. These interventions show that the Italian Deposit Guarantee Scheme has almost never been used for the purposes for which it was established. Possible solutions are suggested to adapt it to the functions it actually performs.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa: proposito di indagine. – 2. Il quadro normativo di riferimento. – 3. Il FITD e il (delicato) rapporto con l’Autorità di Vigilanza ... – 4. (Segue) ... per una compiuta valutazione degli interventi del FITD – 5. Il ruolo al presente ricoperto dal FITD (e dalla Banca d’Italia) nel contesto degli interventi preventivi. – 6. Considerazioni conclusive.

1. La disciplina europea in materia di *Deposit Guarantee Scheme* (DGS) e le note pronunce del Tribunale UE e della CGUE che si sono espresse in merito alla legittimità delle misure di sostegno offerte dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD) italiano ad una delle sue consorziate, alimentano il dibattito sul legame funzionale intercorrente tra quest’ultimo e la Banca d’Italia. V’è da interrogarsi, nello specifico, sul ruolo ricoperto dal FITD nella *gestione* dei dissesti bancari e sulla relazione che si instaura, in detta fase, tra il Fondo e l’Autorità di Vigilanza, fermo il riferimento all’obiettivo della sana e prudente gestione dei soggetti controllati e della salvaguardia della stabilità dell’intero sistema creditizio.

Come si tenterà di dimostrare nel corso della presente trattazione, le modalità esplicative del rapporto esistente tra il FITD e l’Autorità di Vigilanza, concorrono a creare incertezze interpretative alle quali è necessario porre rimedio sul piano tec-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

nico. Si intende, in questa sede, proporre alcune soluzioni e scongiurare, altresì, inopportune commistioni tra i soggetti coinvolti nelle operazioni di salvataggio di enti bancari in crisi.

2. Occorre preliminarmente prendere le mosse della presente indagine dal quadro normativo di riferimento al fine di cogliere le peculiarità del FITD italiano.

La ricerca di soluzioni appropriate per tutelare i depositanti in seguito ai dissesti bancari della fine degli anni '80 del secolo scorso, suggerì la costituzione, inizialmente su base soltanto volontaria, del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, quale consorzio di banche avente natura privata. Apposite previsioni contenute nello Statuto del Fondo ne identificano le finalità, per l'appunto, nella tutela dei depositi, stabilendo tra l'altro che esso avrebbe potuto intervenire anche in circostanze *ulteriori* rispetto a quelle sue proprie. Andava cioè profilandosi, fin dalla sua costituzione, un impiego delle risorse del Fondo per finalità non strettamente connesse a quelle riconducibili al mero rimborso dei depositi, esperibile nei casi di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa.

La regolazione statutaria intendeva, evidentemente, aver riguardo a specifiche forme di sostegno offerte dal FITD alle banche in crisi, le quali avrebbero potuto essere adottate nel rispetto del principio del *minor onere*, da valutare in relazione all'economicità dell'operazione posta in essere e dunque secondo il criterio del minor costo rispetto a quello che sarebbe stato sopportato in caso di rimborso dei depositanti<sup>1</sup>.

In letteratura veniva, in proposito, osservato che la Banca d'Italia aveva un potere «assai penetrante»<sup>2</sup> *in subiecta materia*, tanto da ipotizzare in tali fattispecie

---

<sup>1</sup>Con riguardo al significato di *minor onere*, cfr., *ex multis*, E. MONTANARO, *La politica della vigilanza di fronte al dissesto del Banco Ambrosiano: considerazioni per un riesame*, in *Le crisi bancarie: il caso del Banco Ambrosiano*, a cura di F. Belli e S. Maccarone, Milano, 1985, p. 382.

<sup>2</sup>Cfr. V. NASTASI, *L'assicurazione dei crediti*, in *Quaderni di Mondo Bancario*, collana diretta da F. Capriglione, M. Onado, R. Ricci, Roma, 1989, p. 110.



interventistiche un'attenuazione del carattere privatistico e di mercato del Fondo. In sostanziale coerenza con tale impostazione, si colloca l'orientamento di un'opinione che evidenziava l'assenza di una reale autonomia decisionale del FITD, poiché la sua attività di fatto veniva piegata agli interessi della collettività, non essendo indirizzata al soddisfacimento di esigenze squisitamente privatistiche<sup>3</sup>. In seguito, il ruolo rilevante ricoperto da parte della Banca d'Italia avrebbe avuto consacrazione nel Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia; in particolare, l'art. 96 TUB attribuiva alla menzionata Autorità di Vigilanza il potere di coordinare i sistemi di garanzia con le procedure di gestione della crisi e, più in generale, con l'attività di supervisione creditizia<sup>4</sup>.

Sull'originario impianto disciplinare ha impattato, poi, la direttiva del 30 maggio 1994 (direttiva 94/19/CE, pubblicata in G.U.C.E. L 135 del 31 maggio 1994), in seguito modificata dalla direttiva 2009/14/CE dell'11 marzo 2009 la quale ha, tra l'altro, innalzato la soglia di protezione dei depositi fino a 100.000,00 euro. Invero, la normativa europea non ha modificato in maniera sostanziale l'impostazione di fondo della direttiva del 1994, pur specificando le tempistiche del rimborso effettuato dai DGS (*Deposit Guarantee Scheme*). Pertanto, il d.lgs. 24 marzo 2011, n. 49 di recepimento della direttiva del 2009, intervenne per ridurre i tempi di rimborso dei depositanti (ai sensi dell'art. 96-*bis* TUB), per tale via accrescendo l'efficacia dell'intervento dei sistemi di garanzia.

Ciò posto, le riforme del quadro normativo e istituzionale attuate in risposta alla crisi finanziaria globale degli anni 2007 e seguenti, hanno poi contribuito al rafforzamento dei sistemi finanziari. L'obiettivo di conferire maggiore solidità al sistema bancario, unitamente a quello di accrescere la fiducia di risparmiatori e depositanti nei confronti degli istituti di credito, fu alla base della realizzazione dell'Unione

---

<sup>3</sup>Così A. NIGRO, *Il fondo interbancario di tutela dei depositi: prime riflessioni*, In *Dir. banc. e merc. finanz.*, I, 1987, p. 402.

<sup>4</sup>Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 96 T.U.B.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, I ed., 1994, Padova, p. 498 ss.

Bancaria Europea (UBE) la quale, come è noto, fonda su tre pilastri la costruzione del contesto disciplinare in materia<sup>5</sup>.

Tuttavia, la piena edificazione del terzo pilastro è stata rinviata, dando vita, al momento, alla costruzione di una rete armonizzata dei singoli DGS. La direttiva 2014/49/UE è finalizzata, infatti, a creare un livello di protezione uniforme per i depositanti in tutta l'Unione, rafforzando, per tale via, la stabilità del sistema bancario; ciò previo apporto di significative novità nel sistema di *funding* imponendo alle banche obblighi di contribuzioni *ex ante*, *ex post* e predefinendo i tempi e le modalità operative.

Per quanto di nostro interesse in questa sede, i Sistemi di Garanzia dei Depositi sono stati autorizzati ad adottare quattro tipologie di intervento: due obbligatorie e due rimesse alla discrezionalità degli Stati in sede di recepimento. La prima categoria è costituita dal rimborso dei depositanti e dal finanziamento della risoluzione; nella seconda categoria rientrano gli interventi *alternativi* collocati in un contesto di *early intervention* (soggetti a specifiche condizioni) e le misure volte a preservare l'accesso ai depositi garantiti nella liquidazione, in alternativa al rimborso diretto dei depositanti. Tali ultime due forme di intervento sono accomunate dal richiamo al rispetto del principio del *minor onere* di cui si è fatto cenno in precedenza.

Il processo di attuazione in Italia della menzionata direttiva 2014/49/UE è stato completato a febbraio 2016 con il d.lgs. 30/2016, entrato in vigore l'8 marzo 2016 in attuazione della delega contenuta nella legge 9 luglio 2015, n. 114. Le norme introdotte dal decreto legislativo contengono non solo disposizioni di principio e di allocazione di poteri che rimettono alle fonti subordinate la regolamentazione di dettaglio, ma anche prescrizioni puntuali, come, ad esempio, in materia di finan-

---

<sup>5</sup>In argomento, cfr., per tutti, M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2012, p. 52; V. TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, p. 541 ss.

ziamento (artt. 96.1 e 96.2 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e di interventi diversi dal mero rimborso dei depositi<sup>6</sup>. Sicché, ai sensi dell'art. 96-bis TUB, i sistemi di garanzia: (i) eseguono, nei limiti e secondo le modalità indicati negli articoli 96-bis.1 e 96-bis.2, rimborsi nei casi di liquidazione coatta amministrativa; (ii) contribuiscono al finanziamento della risoluzione delle banche (secondo le modalità e nei limiti previsti dal decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180); (iii) intervengono in operazioni di cessione di attività, passività, aziende, rami d'azienda, beni e rapporti giuridici individuabili in blocco di cui all'articolo 90, comma 2 (se il costo dell'intervento non supera il costo che il sistema, secondo quanto ragionevolmente prevedibile in base alle informazioni disponibili al momento dell'intervento, dovrebbe sostenere per il rimborso dei depositi); (vi) effettuano interventi nei confronti di banche italiane e succursali italiane di banche extracomunitarie per superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto.

Ad un ampliamento delle funzioni svolte dal DGS nei termini sopra delineati, ha corrisposto un potenziamento dei poteri esercitati su di esso da parte dell'Autorità di Vigilanza. Sicché, si identificano i presupposti di un cambio di rotta della linea politico-legislativa con riferimento alla funzione svolta dal FITD nell'ambito dell'attività di supervisione creditizia. Ci si riferisce all'indubbia rilevanza del ruolo da quest'ultimo al presente ricoperto nel garantire il necessario equilibrio finanziario degli intermediari in una logica di sistema, non più limitata alla salvaguardia degli interessi della sola categoria dei depositanti.

3. I penetranti poteri esercitati dalla Banca d'Italia nei confronti del FITD - e quindi la stretta interdipendenza fra quest'ultimo e l'organo di controllo - avevano indotto la dottrina, già nei primi anni del 2000, a ritenere che i DGS fossero «enti

---

<sup>6</sup>Cfr. F. CAPRIGLIONE e R. CERCONE, *Commento all' art. 96*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 1347.

strumentali dell'O.d.V. per la soluzione delle crisi bancarie»<sup>7</sup>. Invero, come è stato osservato in sede tecnica, fin dalla sua nascita, il FITD ha integrato l'attività di vigilanza, di cui è stato utile strumento d'attuazione, nell'interesse dei depositanti e della stabilità del sistema bancario nel suo complesso<sup>8</sup>. In sostanziale coerenza con tale linea politico-normativa, la direttiva 2014/49/UE ha assegnato ai fondi di garanzia un ruolo ulteriore rispetto a quello del mero pagatore, nel quadro più generale della supervisione bancaria e della salvaguardia del mercato<sup>9</sup>.

Detta impostazione va rivisita sulla base degli esiti cui è pervenuta di recente la giurisprudenza europea in ordine alla conformità di alcune misure di sostegno adottate dal FITD italiano al quadro normativo di riferimento che ne disciplina l'operatività. Ci si riferisce, nello specifico, alle sentenze con le quali il Tribunale UE e la CGUE hanno legittimato l'utilizzo del Fondo Interbancario di Garanzia dei Depositi ad operare salvataggi bancari, sottraendolo al rigore della normativa sugli «aiuti di Stato»<sup>10</sup>. In sintesi, può dirsi che, ad avviso dell'Autorità giudiziaria, la Commissione UE, nel caso sottoposto al suo vaglio: i) non aveva presentato indizi sufficienti a dimostrare che l'intervento del FITD fosse avvenuto sotto l'influenza, il controllo o la gestione delle Autorità pubbliche; ii) non era stata in grado di documentare, sul piano giuridico, un coinvolgimento dello Stato nell'operazione di salvataggio della

---

<sup>7</sup>Cfr. E. GALANTI, *I sistemi di garanzia dei depositi*, in *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari. Commento al d. legis. n. 385 del 1993, T. U. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2000, p. 406.

<sup>8</sup>Cfr. S. MACCARONE, *I Fondi di Garanzia dei depositanti come strumento di Vigilanza*, in *Dir. banc. Merc. finanz.*, 3, 2013, p. 432.

<sup>9</sup>Cfr. S. MACCARONE, *op. ult. cit.*, p. 434.

<sup>10</sup>Sia consentito sul punto il rinvio a D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2019, p. 1 ss. e D. ROSSANO, *La Corte di Giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno, la beffa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2021, p. 1 ss.

Gli aiuti di Stato, rilevanti ai sensi dell'art. 107 TFUE, presuppongono la provenienza pubblica delle risorse finanziarie fornite all'ente bancario o, comunque, un'ingerenza delle Autorità statali nella sfera privata tale da produrre un vantaggio selettivo al beneficiario e da falsare (o minacciare di falsare) la concorrenza. Cfr., *ex multis*, Corte di giustizia, 21 dicembre 2016, C-20/15 P e C-21/15 P, Commissione/World Duty Free Group e a., ECLI: EU:C:2016:981, punto 53; 18 maggio 2017, C-150/16, Fondul Proprietatea, ECLI:EU:C: 2017:388, punto 13; v. anche Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in GUUE.

banca *Tercas*.

Come si evince dai menzionati orientamenti giurisprudenziali, la Commissione UE non avrebbe dovuto basare il proprio convincimento sulla mera *improbabilità* della assenza di influenza e di controllo effettivo esercitato dalle Autorità pubbliche sul FITD. Al contrario, la decisione avrebbe dovuta essere supportata da «indizi sufficienti» a stabilire che la misura di aiuto in questione fosse, sul piano delle concretezze, imputabile allo Stato. Da qui, la conclusione cui è pervenuta la CGUE secondo cui, nelle ipotesi nelle quali il FITD agisce per finalità diverse da quelle proprie (*i.e.* rimborsi dei depositi), esso non opera in forza di un mandato pubblico<sup>11</sup>. Ne consegue che la Banca d'Italia effettua un mero controllo di legittimità su tale tipologia d'interventi posti in essere dal Fondo, non potendo estendere le proprie valutazioni al merito ed all'opportunità degli stessi.

Significativa, poi, è la circostanza secondo cui, nel caso sottoposto al vaglio del Tribunale UE e della CGUE, l'invito rivolto dalla Banca d'Italia al FITD (e alla Banca Popolare di Bari) - al fine di favorire una soluzione su base negoziale della controversia riguardante le modalità di intervento da porre in essere a favore di banca *Tercas* - non era destinato a fornire indicazioni sul contenuto dell'accordo e non avrebbe in particolare avuto il minimo impatto sulla decisione adottata dal Fondo. In altri termini, nessuna Autorità pubblica avrebbe potuto obbligare il FITD ad effettuare l'intervento di cui trattasi, qualora ciò non fosse stato ritenuto conforme all'interesse dei membri del consorzio<sup>12</sup>.

Le conclusioni cui sono pervenuti il Tribunale UE e la CGUE hanno specifico rilievo con riguardo alla problematica oggetto della presente indagine. Alla luce, in-

---

<sup>11</sup>Ad avviso della Corte di giustizia il Tribunale non ha imposto criteri di prova diversi rispetto all'ipotesi nella quale le risorse provengano da imprese pubbliche, «ma al contrario ha applicato la giurisprudenza secondo cui... gli indizi atti a dimostrare l'imputabilità di una misura di aiuto derivano dalle circostanze del caso di specie e dal contesto in cui tale misura è stata attuata».

<sup>12</sup>Confermerebbe l'assunto per cui il Fondo, nel caso in osservazione, avrebbe conservato piena autonomia decisionale la considerazione per la quale l'autorizzazione della Banca d'Italia «sarebbe intervenuta 38 giorni dopo la decisione del FITD sull'intervento e il FITD sarebbe stato libero di non effettuare l'intervento» (par. 92 della sentenza del Tribunale UE).

fatti, di quanto da esse sostenuto, si chiarisce che il FITD conserva piena autonomia di giudizio nelle valutazioni da esso effettuate, per tal via segnando una linea di separazione con l'agere della Banca d'Italia, la quale è tenuta ad effettuare un mero controllo di legittimità sugli interventi deliberati dal Fondo. Ne consegue che quest'ultimo non può essere annoverato, sul piano tecnico, tra gli strumenti di vigilanza ai quali l'Organo di supervisione può ricorrere ove lo reputerà necessario.

4. A conclusioni opposte potrebbe giungersi qualora la Commissione UE in futuro riuscisse a dimostrare che l'ingerenza esercitata dalla Banca d'Italia sul FITD sia di intensità tale da condizionarne le decisioni. Si è in presenza di un criterio ordinario che potremmo definire di tipo quantitativo, nel senso cioè che l'intensità dell'azione svolta dall'Organo di vigilanza viene ritenuta determinante ai fini dell'attribuzione della funzione. Inequivocabili, sul punto, sono le considerazioni espresse dal Tribunale UE secondo cui «il fattore determinante per valutare il criterio relativo all'imputabilità della misura ... allo Stato è il grado di intervento delle autorità pubbliche nella definizione delle misure ... (v., in tal senso, sentenza del 27 settembre 2012, Francia/Commissione, T-139/09, EU:C:2012:496, punto 63)», donde l'ulteriore precisazione per cui «solo un grado sufficientemente elevato di intervento consente di concludere nel senso dell'imputabilità delle misure di cui trattasi allo Stato italiano».

Occorre tuttavia prendere atto che, sul piano delle concretezze, gli interventi adottati, anche di recente, dal FITD nei confronti di alcuni istituti creditizi in difficoltà, dimostrano che garanzia dei depositi e vigilanza non rappresentano, come si è sostenuto in passato, «due facce della stessa medaglia»<sup>13</sup>, in quanto entrambi identificano una medesima realtà. È indubbio che l'intervento del FITD, per prevenire situazioni di dissesto di una banca, è preordinato a perseguire obiettivi che sono tipi-

---

<sup>13</sup>J. REVELL, *Rischio bancario e assicurazione dei depositi*, in *Banca, Impresa, Società*, 1985, p. 386.

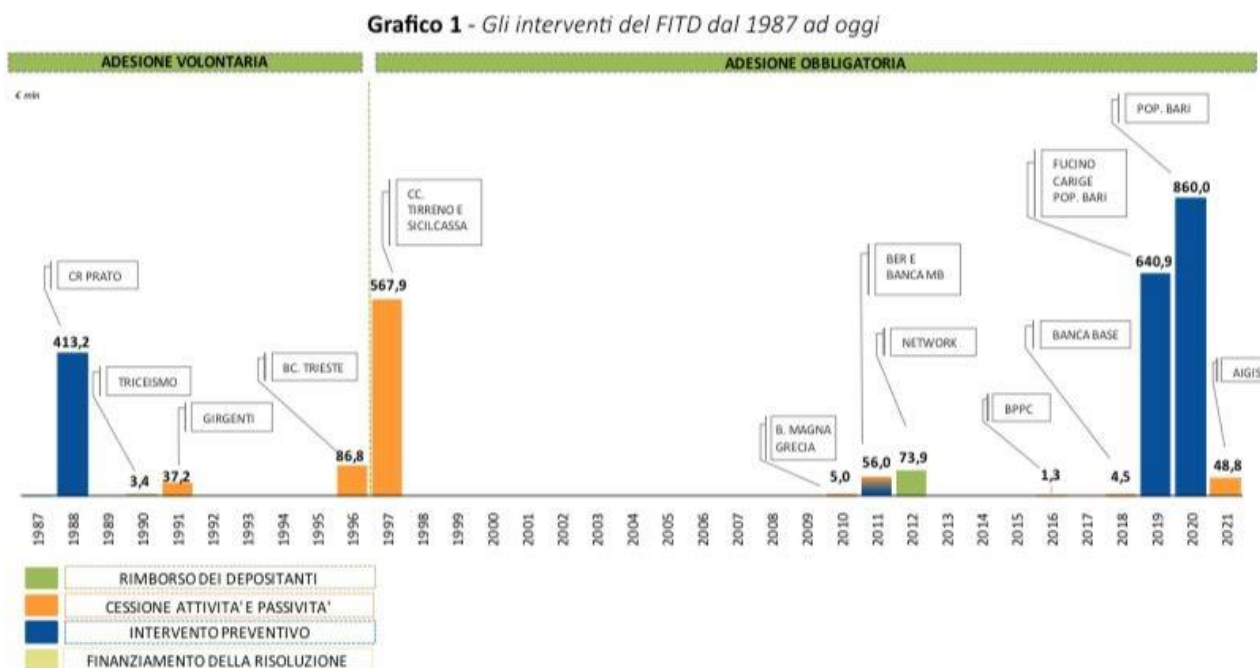
camente propri dell'attività di supervisione e, dunque, volti a salvaguardare indirettamente la stabilità finanziaria (sia a livello di singola istituzione, sia più in generale a livello di sistema). È un dato di comune esperienza, infatti, che la «sana e prudente gestione» è correlata anche al perseguimento di finalità di carattere microeconomico, le quali hanno riguardo alla specificità aziendale di soggetti che si inseriscono ed operano in un contesto di mercato<sup>14</sup>.

A ben considerare, la stessa direttiva 2014/49/UE sottende l'intento del legislatore europeo di perseguire, in materia di DGS, tali obiettivi particolarmente ambiziosi; si ha riguardo, nello specifico, a quanto contenuto nel *considerando* n. 3 della citata direttiva secondo cui l'intervento di prevenzione dei Sistemi di Garanzia dei Depositi deve essere finalizzato a ridurre «i costi economici complessivi del fallimento di un ente creditizio e gli effetti negativi sulla stabilità finanziaria ... ».

In proposito è opportuno aver riguardo ai dati statistici relativi agli interventi effettuati dal FITD italiano dal 1987 ad oggi; da essi si evince la chiara dimostrazione che quest'ultimo solo di rado è intervenuto per rimborsare i depositanti. In particolare, dalla Relazione annuale predisposta dal Fondo nel 2021, emerge che il medesimo ha effettuato complessivamente 16 interventi a favore di banche consorziate, di cui 4 nel periodo 1987-1996 (caratterizzato dall'adesione al Fondo su base volontaria), e 12 a partire dal 1997 (anno in cui è stata recepita la direttiva 94/19/CEE che ha introdotto l'adesione obbligatoria ai sistemi di garanzia dei depositi, cfr. Grafico 1). Di questi, 6 interventi sono stati effettuati a seguito del recepimento della DGSD.

---

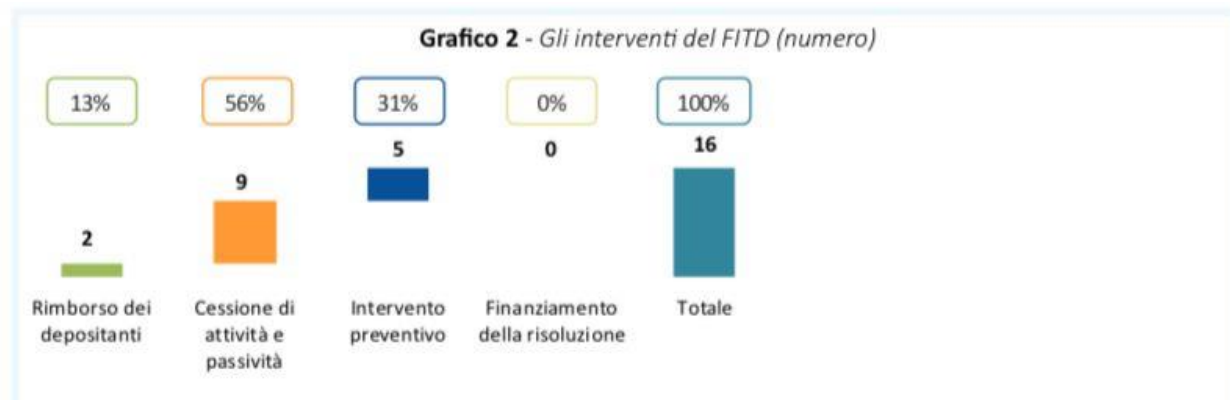
<sup>14</sup>*Ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 5*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 45 ss. Cfr., altresì, M. SEPE, *La sana e prudente gestione dei soggetti regolati*, relazione svolta nel convegno «Nuove frontiere della finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionali», organizzato dalla Università di Sassari, giugno 2016; F. SARTORI, *Sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e protezione della clientela*, relazione svolta nel convegno «Il mercato assicurativo nell'Unitarietà dell'ordinamento giuridico», organizzato dall'Università di Camerino, settembre 2016.



Fonte - Dati FITD.

Come è dato riscontrare dalle informazioni ufficiali contenute nella menzionata Relazione, i cui dati sono di seguito riportati (cfr. Grafico n. 2), il 56% degli interventi del Fondo sono stati effettuati nell'ambito di operazioni di cessione di attività e passività a banche intervenienti, laddove il 31% sono stati configurati come misure di sostegno offerto ad istituti creditizi in difficoltà, al fine di evitare o superare lo stato di dissesto e perseguire il risanamento degli stessi. Particolarmente significativa è, per l'appunto, la bassa percentuale (13%) di interventi aventi la finalità di rimborso dei depositanti; scopo quest'ultimo che - lo si ribadisca - dovrebbe essere quello istituzionalmente svolto dal FITD.





5. Come può desumersi dai dati statistici sopra riportati, circa il 38% dei provvedimenti adottati dal FITD risalgono agli ultimi otto anni e, dunque, in epoca successiva al recepimento in Italia della Direttiva 2014/49/UE; a ciò si aggiunga l'ulteriore elemento di riflessione secondo cui l'80% (4 su 5) degli interventi effettuati con finalità di *prevenzione* sono avvenuti dopo la sentenza del Tribunale UE del marzo 2019.

Si è in presenza, dunque, di un significativo incremento dell'attività svolta dal Fondo negli ultimi anni, che riteniamo possa dipendere dal consolidarsi dell'orientamento giurisprudenziale, espresso in sede UE, il quale valorizza il ricorso verso forme di intervento *preventive* finalizzate al risanamento della banca (nel rispetto di determinate condizioni e procedure).

Orientano nel senso di un rafforzamento della funzione di vigilanza svolta dal FITD, le modifiche apportate, di recente, al suo Statuto. Ci si riferisce in particolare alla riformulazione del comma 1° dell'art. 35 secondo cui, «ferme restando le disposizioni di cui al d.lgs. 180/2015 in materia di riduzione/conversione degli strumenti di capitale in capitale primario di classe 1, il Fondo può effettuare interventi volti a prevenire o superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto di una banca consorzata autorizzata in Italia ...». Inoltre, rilevano le ulteriori modifiche dello Statuto effettuate per meglio precisare le possibili forme di intervento del FITD finalizzate a *prevenire* situazioni di dissesto. Si ha riguardo, nello specifico, alle disposizioni in

materia di partecipazione del Fondo al capitale delle banche in difficoltà; partecipazione la quale può avvenire in presenza di operazioni nelle quali intervengono soggetti terzi. Vanno poi menzionate le modifiche dello Statuto tese a garantire procedure competitive e trasparenti. È evidente come dette modifiche statutarie siano indicative di una chiara presa d'atto dell'ampliamento di funzioni cui è orientato il Fondo in quanto esse determinano i presupposti fattuali per poter svolgere il compito che, nei tempi recenti, ha assunto un ruolo primario nell'esercizio dell'attività di sua competenza.

Nel delineato contesto, assume specifico rilievo il criterio del *least cost*, di cui al comma 5 dell'art. 35 dello Statuto, che, nella nuova formulazione, impone al FITD di considerare, in sede decisionale, anche gli effetti che la liquidazione coatta amministrativa della banca potrebbe determinare sul sistema delle Consorziato in generale<sup>15</sup>. Tale circostanza conferma che il Fondo è abilitato a forme di intervento diverse da quelle sue proprie, il cui effetto specifico (*rectius*: aggiuntivo) è quello di estendere la protezione a tutti i creditori della banca, avendo altresì riguardo all'impatto ulteriore che le decisioni da esso assunte potrebbero produrre sul piano generale.

Ciò posto, occorre riflettere sul ruolo che la Banca d'Italia potrà ricoprire in futuro nell'identificazione delle misure che il FITD adotterà per il salvataggio di enti in crisi. Tale indagine dovrà, ovviamente, tenere nel debito conto il difficile rapporto al presente esistente tra Autorità di Vigilanza, Fondo e banche in crisi; complessa relazione che attualmente concorre a creare prassi applicative equivoche. Si ha riguardo alla possibilità che la Banca d'Italia esorbits, in siffatte circostanze, dai poteri dalla legge attribuitele mediante il compimento di atti di *moral suasion* nei confron-

---

<sup>15</sup>In particolare, l'onere dell'intervento realizzato mediante misure preventive non deve superare, secondo quanto ragionevolmente prevedibile, il costo che il Fondo dovrebbe sostenere per effettuare altri interventi previsti dallo Statuto. A tal fine il Fondo considera anche gli effetti che la liquidazione coatta della banca potrebbe determinare sulle altre banche in crisi e sul sistema delle consorziate in generale.

ti del FITD e delle singole banche consorziate che partecipano all'operazione di salvataggio, le quali (in posizione di referente ossequiosità) potrebbero essere indotte ad accogliere le sue richieste.

Depongono in tal senso, ad esempio, le recenti - e particolarmente onerose - operazioni di salvataggio che hanno interessato la Banca Popolare di Bari<sup>16</sup>. Ci si riferisce alle misure di sostegno adottate dal FITD, nel dicembre del 2019, a favore del menzionato istituto creditizio di carattere anticipatorio, per un importo di 310 milioni di euro, attraverso un versamento in "conto futuro aumento di capitale", nel quadro di un più ampio progetto di rafforzamento patrimoniale, realizzato nei mesi successivi con la partecipazione della Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale (MCC)<sup>17</sup>.

Orbene, la realizzazione della complessa operazione avvenne mediante il costante confronto tra i consulenti finanziari e legali della Banca, del FITD e di MCC con gli uffici competenti della Banca d'Italia i quali *presumibilmente* fornirono, nell'occasione, importanti indicazioni in ordine alle modalità di intervento da eseguire. In seguito, con l'aggravarsi della situazione di mercato, la Banca interessata inviò un'ulteriore "richiesta di intervento" al FITD, da eseguirsi mediante l'erogazione di un secondo versamento irredimibile di 54,3 milioni di euro. Venne di conseguenza perfezionato un "*Accordo Modificativo e Attuativo*" (contenente specifici obblighi), anch'esso frutto di una stretta collaborazione con gli uffici competenti dell'Autorità di Vigilanza<sup>18</sup>.

Ne consegue il possibile condizionamento che, sul piano fattuale, la Banca d'Italia dispiega con riguardo alle modalità di attuazione degli interventi di cui trat-

---

<sup>16</sup>Al riguardo, cfr. per tutti, B. INZITARI, *Misure per il sostegno del sistema creditizio del Mezzogiorno, d.l. 16 dicembre 2019 n. 142: Banca Popolare di Bari e disciplina degli aiuti di Stato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2020, p. 298 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Crisi bancarie e crisi di sistema. Il caso Italia*, in *Federalismi.it*, 6, 2020, p. 1 ss.

<sup>17</sup>Cfr. la *Relazione annuale del 2020* predisposta dal Fitd e consultabile su [https://www.fitd.it/Pubblicazioni/Relazioni\\_annuali\\_FITD](https://www.fitd.it/Pubblicazioni/Relazioni_annuali_FITD).

<sup>18</sup>Cfr. la *Relazione annuale del 2020* predisposta dal Fitd, cit.

tasi, donde la specifica attitudine della strumentazione utilizzata in sede tecnica al fine di realizzare effetti talora non dissimili da quelli che caratterizzano l'azione propria di vigilanza attuata dalla competente Autorità di supervisione per il tramite del Fondo<sup>19</sup>.

6. In conclusione, può dirsi che attualmente il FITD italiano svolge principalmente una funzione di vigilanza, nonostante non venga annoverato sotto il profilo giuridico formale tra gli strumenti di controllo di cui la Banca d'Italia dispone per perseguire i propri obiettivi di supervisione. Pertanto, sotto tale ultimo profilo, è bene far presente che la Banca d'Italia potrebbe avere un ruolo decisivo nella determinazione delle scelte operative poste in essere dal Fondo, minando per tale via l'effettiva autonomia decisionale del medesimo.

Non può trascurarsi di osservare, altresì, che il Fondo - nell'attivare l'azione di salvataggio delle banche in crisi di cui si è detto - si è rivelato quale strumento interventistico in grado di far ricadere il peso dei dissesti degli istituti creditizi sul sistema bancario stesso; ciò, ovviamente, dispensando le competenti Autorità di supervisione e di risoluzione dall'onere di attuare misure reputate impopolari, benché necessarie ad evitare l'aggravamento di una condizione patologica. Sul punto va, inoltre, osservato che gli interventi del Fondo attuati con finalità *preventive* - e dunque in un momento in cui gli enti creditizi beneficiari non sono ancora in situazione di dissesto (o a rischio di dissesto) - potrebbero di fatto *occultare* possibili crepe sfuggite all'esame dell'Organo di vigilanza, evitando quindi che emergano le responsabilità gravanti su quest'ultimo.

Sotto altro profilo, è evidente come seguendo la logica volta a far ricadere l'onere della crisi di alcuni istituti creditizi su tutti gli appartenenti al settore, si ren-

---

<sup>19</sup>Sul punto, emblematiche sono le considerazioni espresse da autorevole dottrina (Cfr. D. KAHNEMAN, O. SIBONY, CASS. R. SUSTEIN, *Rumore. Un difetto del ragionamento umano*, Milano, 2021, p. 631) che ha indagato l'impatto sull'economia della disciplina finanziaria vigente; ci si riferisce, in particolare, alla conclusione per cui «le *regole* hanno una caratteristica importante: la riduzione del ruolo di *giudizio*».

de concreto un pericolo di distorsione della concorrenza. Conseguentemente gli organi di gestione delle banche consorziate potrebbero adottare scelte strategiche ispirate ad un criterio di *moral hazard* e poco attente ai rischi cui l'impresa bancaria è esposta; ciò nel convincimento di poter fruire della «sanatoria» offerta dall'intervento del Fondo. Se ne deduce che i soggetti *virtuosi* potrebbero essere indotti ad adottare criteri operativi contrari ai canoni di una corretta competizione, offrendo - ad esempio - a banche loro concorrenti l'accesso a determinate aree di mercato con l'obiettivo di evitare di essere costretti a *soccorrerle* qualora si concretizzasse la prospettiva di una difficoltà prospettica.

Non c'è dubbio che si ravvisano i presupposti per un'alterazione del principio costituzionale della libertà d'iniziativa economica privata sancito dall'art. 41 della Carta. Infatti, nel contesto operativo testé delineato l'attività imprenditoriale rischia di essere incanalata in modalità che non assicurano uniformità delle condizioni dell'*agere*, donde il venir meno di un presupposto indefettibile della concorrenza. Da qui l'esigenza di ripristinare la presenza di fattori necessari ad ottimalizzare l'attività bancaria in una logica concorrenziale mediante meccanismi che proiettano in una visione di sistema le giuste forme di temperamento tra libertà delle singole scelte imprenditoriali ed interessi generali<sup>20</sup>.

Consegue, altresì, la necessità di configurare il FITD in modalità tali da evitare che il suo utilizzo avvenga tramite pratiche contrarie alle menzionate logiche concorrenziali e, dunque, ad un modello di mercato nel quale «le aziende che dispongono di potere ... usano tale potere per sfruttare gli altri, alzando i prezzi per raccogliere più profitti per sé»<sup>21</sup>.

In argomento, occorre effettuare, tuttavia, una precisazione. Schemi garantistici di natura solidaristica tra i soggetti bancari sono ammessi in ambito europeo ed

---

<sup>20</sup>Cfr., per tutti, F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINVERI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, p. 41 ss.

<sup>21</sup>Cfr. J. E. STIGLITZ, *Riscrivere l'economia europea*, Milano, 2020, p. 179.

esistono nel nostro ordinamento. Si abbia riguardo, ad esempio, al sistema del *cross guarantee scheme*, operante nei gruppi bancari cooperativi, avente la finalità di impedire che gli enti in situazioni di difficoltà, sia per carenza patrimoniale sia per altre motivazioni legate ad una realtà di *mala gestio*, possano fuoriuscire dal mercato. Tali modelli sono stati congegnati per perseguire gli obiettivi di tutelare gli interessi delle imprese partecipanti secondo una logica solidaristica.

V'è da chiedersi, allora, se, avendo il FITD assunto ormai funzioni che non sono quelle tipicamente proprie dei sistemi di tutela degli interessi dei depositanti conosciute nel passato, sia possibile oggi configurare l'essenza in una piena assimilazione all'*Institutional Protection Scheme* (IPS). Ci si riferisce, dunque, ad uno schema basato su un accordo di responsabilità contrattuale tra banche «che garantisce la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario» (art. 113, par. 7, CRR). Al riguardo, è bene precisare che gli IPS, a seguito della loro formale consacrazione all'interno della direttiva DGS, possono assolvere oltre che alla funzione principale di tutela delle ragioni delle imprese bancarie partecipanti, anche a quella di salvaguardia degli interessi dei depositanti; ipotesi strutturale praticata in alcuni paesi dell'Unione. Pertanto, in attesa della realizzazione di un sistema di garanzia unico dei depositi a livello europeo (EDIS), potrebbe essere rivalutata la disciplina italiana della materia in esame al fine di adeguare *la forma alla sostanza*<sup>22</sup>.

Sullo sfondo resta l'ulteriore problematica consistente nell'evitare improprie *commistioni* tra i soggetti bancari coinvolti nelle operazioni di salvataggio di cui trattati ed esponenti del Fondo, i quali possono aver partecipato alle operazioni suddette, talora anche come promotori delle medesime. Tale esigenza non è contem-

---

<sup>22</sup>Gli IPS possono essere riconosciuti dall'autorità nazionale competente come DGS ai sensi della Direttiva 2014/49/UE. In particolare, l'articolo 113, paragrafo 7, del CRR attribuisce agli IPS un solo mandato, quello di tutelare le imprese che ne fanno parte. Tuttavia, in pratica, la BCE ha interpretato tale mandato in senso lato, sicché gli IPS possono agire anche come sistemi di assicurazione dei depositi. In questo senso, gli IPS avrebbero un doppio mandato che abbraccia la tutela delle istituzioni associate e la garanzia dei depositi. Al riguardo, cfr. *Institutional Protection Schemes in the Banking Union Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 699.514*, aprile 2022, p. 14.

plata dallo Statuto del FITD, nel quale le ipotesi di conflitto d'interesse sono limitate a quella prevista dal disposto dell'art. 13 secondo cui «gli esponenti di banche destinatarie di interventi del Fondo non possono essere nominati Consiglieri per il periodo di durata del piano di ristrutturazione della banca e, qualora già nominati, decadono dalla carica».

Non necessita particolari commenti la situazione d'incompatibilità che si viene a determinare nel caso in cui esponenti di vertice del Fondo dovessero essere chiamati a ricoprire un ruolo apicale in banche al cui salvataggio hanno direttamente contribuito. Un'eventualità siffatta, a ben considerare, inficia sul piano reputazionale la stessa autorità di vigilanza la quale, avvalendosi della carenza statutaria suddetta, ha legittimato col suo implicito assenso una linea comportamentale di dubbia condivisione.

Ciò posto, è bene che nelle sedi competenti si valuti l'opportunità di estendere il divieto statutario di cui sopra si è detto, sì da impedire il verificarsi di situazioni connotate da evidenti interessi in conflitto.

Mi sia consentito concludere con una frase di Albert Einstein: *«La crisi può essere una vera benedizione per ogni persona e per ogni nazione, perché è proprio la crisi a portare progresso. La creatività nasce dall'angoscia, come il giorno nasce dalla notte oscura. È nella crisi che nasce l'inventiva, le scoperte e le grandi strategie»*. Le parole dell'illustre scienziato rappresentano un monito per rinvenire, in contesti difficili, le soluzioni necessarie per superare situazioni di criticità.

**Diego Rossano**

*Ordinario di Diritto dell'economia*

*nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

## CRISI ENERGETICA E AIUTI DI STATO \*

*(Energy Crises and State Aids)*

**ABSTRACT:** *The recent energy crisis caused, among other things, by the war in Ukraine requires a new intervention by the Commission to support the enterprises affected by the rise in energy prices but also to promote and accelerate initiatives in favour of investments in alternative energy. The new Temporary Crisis Framework outlines the application criteria to be referred to in order to support enterprises in close connection with environmental regulation, the other fundamental issue on the European agenda for the coming years.*

**SOMMARIO:** 1. La crisi energetica e il ritorno dello Stato. La concorrenza dinamica e l'impulso armonizzatore dell'Unione europea. Le radici della crisi non si rinvergono nella guerra contro l'Ucraina. – 2. Scopo plurimo degli aiuti di Stato. Differenze rispetto alle crisi precedenti. – 3. *Quadro temporaneo di crisi*. Intersezioni con la politica ambientale: il quadro giuridico di riferimento. – 4. Portata della deroga di cui all'art. 107, 2, TFUE. Evento eccezionale indiretto. – 5. Discrezionalità della Commissione ex art. 107, §3, TFUE. «Grave turbamento dell'economia in uno Stato membro». – 6. Tipologie di aiuti previste nel *Quadro temporaneo di crisi* e norme «collegate». L'interesse comune quale presupposto della concessione di aiuti in una prospettiva programmatica europea.

1. La politica degli aiuti di Stato alle imprese nelle crisi economiche verificatesi agli inizi del XXI secolo riconsegna allo Stato un ruolo non secondario nell'economia, promette alla legislazione economica un'inversione di tendenza (rispetto all'ortodossia liberista) che, invero, non è solo frutto delle crisi ma di una riflessione complessiva inerente al “posizionamento” del “pubblico” nello scenario globale «in quanto propulsore di tutte le attività moderne rivestendo un ruolo centrale nell'economia mondiale»<sup>1</sup>, restituisce potenzialità applicative alla c.d. costitu-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

<sup>1</sup> FAVARO, *Regolare la «transizione energetica»: Stato, mercato, innovazione*, Padova, 2020, p. 2.



zione economica<sup>2</sup>.

Lo si rileva, ad esempio, nel campo delle infrastrutture<sup>3</sup>, ove il ruolo dello Stato non può che essere determinante per delineare linee programmatiche dello sviluppo economico<sup>4</sup>, operando come imprenditore avveduto in una dimensione economica globalizzata che proprio le crisi si sono incaricate di confermare in tutta la loro ampiezza ma anche in tutta la complessità operativa che ne consegue. Del resto, anche gli aiuti pubblici, come ha recentemente ribadito la Corte costituzionale, svolgono la fondamentale funzione di promozione della concorrenza al fine di ridurre gli squilibri economici e di favorire le condizioni per lo sviluppo degli assetti concorrenziali: ciò giustifica l'intervento statale quale strumento che incide sull'equilibrio economico generale<sup>5</sup>.

*Tradizionalmente*, gli interventi per sostenere le imprese nel settore energetico sono stati affrontati come una questione eminentemente statale<sup>6</sup> (non a caso, gli aiuti sono stati sottoposti alla ferrea regola del divieto di cui all'art. 107, TFUE<sup>7</sup>), anche perché è "naturale" il tentativo di cattura da parte delle imprese dello strumento regolatorio e fiscale<sup>8</sup>; oggi, al contrario, almeno in questa fase, l'impostazione sembra essere diversa tenuto conto dell'interpolazione sussistente fra l'intervento di uno Stato e quello degli altri *partner* europei, soprattutto in un

---

<sup>2</sup> RIVIEZZO, *Fonti dell'emergenza e Costituzione economica*, in *Osservatorio costituzionale*, 3 agosto 2021.

<sup>3</sup> SIMEOLI, *Aiuti di Stato e finanziamento delle infrastrutture*, in BRUTI LIBERATI, DE FOCATIIS, TRAVI (a cura di), *Gli aiuti di Stato: profili generali e problematiche energetiche*, Milano, 2020, p. 284 ss.; LUCHENA, CAVALIERE, *Le nuove frontiere in materia di aiuti di Stato*, in *Studi sull'Integrazione europea*, n. 2, 2020, p. 313 ss.; MASERA, *Pandemia e Coronavirus, ambiente e infrastrutture: per un consolidamento del piano di ripresa per l'Europa*, in ICOLARI (a cura di), *La tutela dell'ambiente al tempo della crisi pandemica*, Torino, 2021, p. 261 ss.

<sup>4</sup> FAVARO, *op. cit.*, p. 4.

<sup>5</sup> Corte cost. 27 aprile 2021, n. 104, punto 4.4. cons. dir.

Invero, la Corte costituzionale aveva considerato come il sostegno pubblico potesse essere inteso in chiave promozionale sin dalla sentenza n. 14 del 2004.

Sugli aspetti costituzionalistici, v., per tutti, LUCIANI, *Gli aiuti di Stato nella Costituzione italiana*, in BRUTI LIBERATI, DE FOCATIIS, TRAVI (a cura di), *Gli aiuti di Stato: profili generali e problematiche energetiche*, cit., p. 1 ss.

<sup>6</sup> TALUS, *EU Energy Law and Policies. A Critical Account*, Oxford, 2013, p. 287

<sup>7</sup> LUCHENA, *La nozione giuridica di aiuto di Stato*, in LUCHENA, RAGANELLI, *Concorrenza e aiuti di Stato in Europa*, Torino, 2022, p. 71 ss.

<sup>8</sup> TALUS, *EU Energy Law and Policies. A Critical Account*, cit., p. 286.

settore come quello energetico che, per sua natura, non può essere valutato come pertinente solo ad uno degli Stati membri ma riguarda ed interessa l'Unione europea complessivamente considerata.

Invero, il ruolo dei soggetti pubblici è mutato in molti settori dell'economia, con un forte impulso armonizzatore svolto dall'Unione europea che, a partire dalla crisi pandemica<sup>9</sup> e anche dinanzi a *questa* crisi, sembra abbia ritrovato un'inaspettata unità d'intenti. L'UE programma e coordina interventi su ampia scala<sup>10</sup>, svolge azioni congiunte con gli Stati per tentare di dare impulso ad un nuovo corso dell'economia europea, abbandona, almeno temporaneamente, lo *hybris* dell'*austerità* attivando e procrastinando l'efficacia della clausola generale di salvaguardia del patto di stabilità e crescita (che durerà fino al 31 dicembre 2023 anche se gli Stati dovranno iniziare ad adottare politiche che salvaguardino la stabilità finanziaria), si fa portatrice del progetto della sostenibilità ambientale<sup>11</sup>, sviluppa una regolamentazione assai articolata in tema di infrastrutture energetiche extraeuropee con lo scopo precipuo di implementare l'uso delle energie rinnovabili, prosegue l'azione avviata dopo l'accordo di Parigi per «rendere i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente ai cambiamenti climatici»<sup>12</sup>.

Essa non abbandona, però, il suo spirito originario perché l'intervento dei pubblici poteri non può che svolgersi *nel* mercato, e l'assoggettamento delle misure di sostegno per l'energia alle norme sulla concorrenza applicabili agli Stati rappresenta la cifra della (necessaria) attività di coordinamento europeo (oltre tutto,

---

<sup>9</sup> CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Riv. dir. banc.*, n. 1, 2021, p. 13 ss.

<sup>10</sup> LUCHENA, *Programmazione multilivello dell'economia e condizionalità*, in *Federalismi.it, Il costituzionalismo multilivello nel terzo millennio: scritti in onore di Paola Bilancia*, 22 febbraio 2022.

<sup>11</sup> CERRINA FERONI, *Contesto e prospettive delle energie rinnovabili in Italia: tra diritto e politica*, in *Federalismi.it*, 25 giugno 2014.

<sup>12</sup> Regolamento (UE) 2022/869 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 sugli orientamenti per le infrastrutture energetiche transeuropee, che modifica i regolamenti (CE) n. 715/2009, (UE) 2019/942 e (UE) 2019/943 e le direttive 2009/73/CE e (UE) 2019/944, e che abroga il regolamento (UE) n. 347/2013, considerando 2 e 3.

nel caso degli aiuti di Stato, in una materia di sua competenza esclusiva che, in definitiva, consente di identificare gli aiuti buoni da quelli meno buoni<sup>13</sup>).

La questione energetica, tuttavia, non nasce con la guerra in Ucraina ma ha radici più lontane che le istituzioni, europee e nazionali, hanno provato ad affrontare con provvedimenti sia di breve periodo (sostegno delle imprese) sia di lungo periodo (promozione degli investimenti).

E, infatti, tutti i Paesi europei, a partire dal mese di ottobre del 2021, hanno iniziato a predisporre strumenti-tampone, quindi a carattere difensivo, per fronteggiare una situazione economica già in quel momento contrassegnata da particolari difficoltà.

Quello energetico è un settore fondamentale dell'economia europea che, come detto, riguarda interessi consolidati, involge questioni di geopolitica<sup>14</sup>, rappresenta un elemento importante dal punto di vista macroeconomico, deve necessariamente confrontarsi con problematiche giuridiche quali, ad esempio, le deroghe al divieto di restrizioni quantitative, il divieto degli aiuti di Stato alle imprese, la tassazione delle imprese produttrici di energia, e così via.

Sembra, inoltre, che l'interesse concreto nei confronti dell'approvazione energetica e soprattutto della trasformazione ecologica<sup>15</sup> – cerchio concentrico dell'endiadi crisi energetica e aiuti di Stato – siano destinati a vivere un momento di rallentamento rispetto alla programmazione adottata in ambito europeo, perché la programmazione di lungo periodo rischia di non poter essere attuata nella sua interezza in quanto, verosimilmente, sarà necessario continuare ad utilizzare fonti inquinanti in attesa di ridare impulso al progetto della transizione ecologico/energetica.

2. Come in ogni crisi economica, gli aiuti di Stato tornano a giocare un ruolo

---

<sup>13</sup> TALUS, *EU Energy Law and Policies. A Critical Account*, cit., p. 287.

<sup>14</sup> TERMINI, *Energia. La grande trasformazione*, Roma-Bari, 2020, p. 192 ss.

<sup>15</sup> CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia. Modelli, strumenti e prospettive giuridiche*, Padova, 2021, p. 5 ss.

lo fondamentale. Lo è stato nel corso della crisi finanziaria come in quella determinata dalla pandemia: crisi differenti per natura, effetti prodotti e soluzioni adottate ma accomunate dall'intervento statale sotto forma di aiuti alle imprese che, per l'appunto, viene considerato come temporaneo e necessario. La prima crisi ha visto un intervento perlopiù indirizzato a favore del sistema bancario, la seconda ha affrontato l'emergenza in termini sia di sostegno delle imprese puro e semplice sia di programmazione dell'economia in chiave europea: si tratta di una delle novità più significative del percorso d'integrazione che sembrava essersi arenato dinanzi ai diffusi sovranismi e alle rivendicazioni di carattere "nazionale".

Nel caso della situazione bellica determinatasi, gli aiuti di Stato assolvono a più d'una funzione: sostengono le imprese colpite dall'aumento dei prezzi dell'energia (impennata peraltro già manifestatasi in precedenza), tamponano eventuali ritorsioni adottate a seguito delle controsanzioni economiche imposte alla Federazione russa, accompagnano interventi di riconversione, compensano i sovraccosti.

Un ventaglio di iniziative che delinea uno scenario che deve fare i conti con una pluralità di situazioni già prese in esame ed affrontate dalla Commissione nel 2021, appunto per fronteggiare il rincaro dei prezzi dell'elettricità e del gas determinato dalla ripresa dell'economia al momento dell'allentamento della morsa del covid-19 (aumento della domanda globale del gas: il volume di gas proveniente dalla Russia in quel momento era stato ridotto contribuendo all'impennata dei prezzi), che in quell'occasione ha emanato una comunicazione<sup>16</sup> nella quale ha stimato la stabilizzazione dei prezzi per il mese di aprile del 2022: circostanza non verificatasi a causa dell'esplosione della nuova emergenza causata dal conflitto bellico.

---

<sup>16</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Risposta all'aumento dei prezzi dell'energia: un pacchetto di misure di intervento e sostegno, Bruxelles, 13 ottobre 2021, COM(2021) 660 final.

Invero, le ragioni di tale aumento risiedono, tra l'altro, in talune situazioni strutturali e nella dipendenza dal gas naturale che rappresenta un quarto del consumo in Europa: esso viene utilizzato per il 26% nella produzione di energia e per il 23% in campo industriale. Il tasso di dipendenza dell'UE dalle importazioni si attesta nel 2019 al 61%: tale dato indica come la vulnerabilità dell'economia europea fosse ben nota già in quel momento.

La comunicazione citata fa riferimento alla *necessità* degli aiuti di Stato nel settore energetico considerando "non-aiuti" o, comunque, aiuti da ritenersi compatibili *de jure* – quelli destinati ai consumatori.

Ove gli interventi nazionali si configurino come aiuti, le misure di aiuto autorizzabili sono, ad esempio, gli sgravi fiscali ("manovre" di sostegno dal versante fiscale sono state adottate dal Governo nel corso degli ultimi mesi<sup>17</sup>) da imposte ambientali armonizzate secondo quanto previsto dalla direttiva sulla tassazione dell'energia<sup>18</sup>: in tal caso, le misure in questione non sono soggette all'obbligo della notifica preventiva di cui all'art. 108, TFUE e al regolamento di attuazione<sup>19</sup>.

Scopo precipuo è quello di considerare come *eccezionali* tali aiuti evitando la frammentazione del mercato interno e mantenendo alta la soglia di attenzione in tema di tutela della concorrenza considerando che la prospettiva della concessione dell'aiuto non può assumere la configurazione di misura discriminatoria e non neutra.

Oltre tutto, l'orizzonte politico della decarbonizzazione (il *phasing out* è irrealizzabile senza l'intervento statale<sup>20</sup>) e del processo della transizione verde avviato a partire dalle azioni previste dallo *European Green New Deal*, come si diceva, potrebbero subire un'inattesa frenata anche se gli obiettivi posti dai programmi nazionali sul clima e l'ambiente non potranno essere accantonati del tutto (e, in-

---

<sup>17</sup> D.L. n. 4 del 2022 (c.d. "sostegni-ter"); D.L. n. 17 del 2022 (c.d. "decreto energia"); D.L. n. 50 del 2022 (c.d. "decreto aiuti"); D.L. n. 21 del 2022 (c.d. "decreto Ucraina-bis).

<sup>18</sup> Direttiva 2003/96/CE del Consiglio, del 27 ottobre 2003, che ristruttura il quadro comunitario per la tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità.

<sup>19</sup> Regolamento (UE) 2015/ 1589 del Consiglio del 13 luglio 2015 recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (codificazione).

<sup>20</sup> TALUS, *Introduction to EU Energy Law*, Oxford, 2016, p. 110.

fatti, fra gli obiettivi della recente comunicazione e delle misure nazionali vi è proprio il rafforzamento delle politiche per le energie da fonti rinnovabili).

Si comprende come, in tale contesto, l'azione di bilanciamento si presenta assai complessa, considerando la concomitanza della crisi ambientale con quella energetica.

L'indirizzo della Commissione sembra guardare al lungo periodo quasi a voler "approfittare" della congiuntura per mantenere e per sospingere gli Stati verso una politica per l'autonomia energetica incentivando la sottoscrizione di contratti di lunga durata, ad esempio per l'acquisto di energia elettrica decarbonizzata (aggregazione della domanda degli utenti finali, semplificazione amministrativa o previsione di contratti *standard*) cui partecipino oltre alle grandi imprese anche le PMI, in modo tale da consentire una sorta di bilanciamento degli interessi in gioco involgenti i produttori di energia elettrica e quelli delle rinnovabili. Il produttore mantiene così inalterato il suo livello di reddito e i consumatori finali ne traggono beneficio considerata la durata del contratto (stabilità).

Sul piano finanziario, la comunicazione fa espresso riferimento alla sostenibilità delle operazioni relativamente a tali accordi conseguibile per il tramite del sostegno del fondo InvestEU<sup>21</sup> (sostitutivo del FEIS e del COSME e altri dodici strumenti finanziari presenti nella precedente programmazione) che, com'è noto, fornisce un supporto con una serie di prodotti finanziari, per l'appunto riuniti in un unico fondo, oltre che assistenza tecnica e finanziamenti misti (questi ultimi sono sostenuti dall'Unione europea sotto forme di aiuti non rimborsabili, rimborsabili o di entrambi oppure con aiuti di istituzioni di finanziamento allo sviluppo o altri istituti finanziari pubblici, oltre che commerciali e investitori). Tali operazioni rientrano fra i quattro ambiti di intervento della garanzia prevista dal fondo, cioè, fra

---

<sup>21</sup> 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.

l'altro, lo sviluppo delle energie rinnovabili e l'efficienza energetica<sup>22</sup>.

3. La recente comunicazione sugli aiuti per far fronte alle crisi energetica<sup>23</sup> (che resterà in vigore fino al 31 dicembre 2022, salvo proroghe) segna una nuova tappa della lunga vicenda regolatoria degli aiuti di Stato degli ultimi tre anni.

Gli ultimi due, in particolare, sono quelli della crisi economica causata dalla pandemia contraddistinti da un massiccio intervento statale ed europeo, da molti definito senza precedenti. Il “fenomeno aiuti” è stato governato con una serie di comunicazioni che hanno dettato agli Stati le modalità applicative della disciplina temporanea, in concomitanza con iniziative di carattere finanziario, sociale e di bilancio. Una fase che, come si è avuto modo di evidenziare, non sarebbe durata a lungo trattandosi, per l'appunto, di interventi straordinari e temporanei.

Qualche giorno prima della pubblicazione della comunicazione, infatti, la Commissione, ha reso noto che a partire dal mese di giugno inizierà il processo di graduale eliminazione delle disposizioni contenute nel quadro temporaneo approvato nel corso della pandemia: una “comunicazione” attesa e sotto certi aspetti ovvia considerati i presupposti giuridici delle deroghe al regime, cioè la temporaneità e la straordinarietà.

Saranno ulteriormente ridotte le facilitazioni alla concessione degli aiuti alla solvibilità e agli investimenti, che dovranno concludersi rispettivamente entro il 31 dicembre del 2023 ed entro il 31 dicembre 2022.

Una stagione lunga che ha inciso sulle dinamiche economiche, sociali e di bilancio degli ultimi anni: ingenti risorse pubbliche di sostegno a favore delle imprese e delle famiglie, stanziamenti in *deficit* per effetto dell'attivazione della clausola generale di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita che ha consentito l'adozione di una serie di manovre finanziarie nell'arco di due anni.

---

<sup>22</sup> MICCÙ, BERNARDI, *Premesse ad uno studio sulle Energy communities: governance dell'efficienza energetica e sussidiarietà orizzontale*, in *Federalismi.it*, *Il costituzionalismo multilivello nel terzo millennio: scritti in onore di Paola Bilancia*, 2 febbraio 2022.

<sup>23</sup> Commissione europea, *Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina*, (2022/C 131/01).

Insomma, archiviata la stagione dei sostegni economici per contrastare la crisi provocata dalla pandemia – periodo derogatorio relativamente lungo (che, peraltro, perdurerà verosimilmente fino a tutto il 2022) – se ne apre un'altra – anch'essa derogatoria ma meno “invasiva” e, comunque, singolare e mirata, rispetto alla precedente considerato l'impatto sugli scambi e, soprattutto, indirizzata allo stimolo degli investimenti al fine di perseguire il doppio obiettivo del sostegno (fallimento del mercato) e dell'(ulteriore) impulso agli investimenti nelle fonti di energia rinnovabili..

I nuovi aiuti potenziali potranno “compensare” quelli che, al termine del 2022, non saranno più concessi alle stesse condizioni del “quadro temporaneo covid-19”. Va rilevato, infatti, che il volume complessivo degli aiuti finora assegnati si attesta a 3.000 miliardi di euro, circa un quinto del PIL dell'Unione, di cui 730 spesi. Un ammontare assai elevato che ha consentito la difesa di numerose imprese europee, benché, in molti casi, al prezzo dell'incremento dell'indebitamento.

La comunicazione con la quale la Commissione stabilisce i criteri per la determinazione degli aiuti compatibili per fronteggiare la crisi energetica riecheggiano le condizioni già contenute nel pacchetto di ottobre, criteri che possono considerarsi in sostanziale linea di continuità rispetto a quello.

Si tratta di un *set* di misure con le quali la Commissione ha ritenuto di intervenire per compensare gli aumenti speculativi verificatesi lo scorso anno: aiuti che, nella comunicazione citata, costituiscono soltanto una parte del c.d. “pacchetto di Ottobre” che, infatti, contiene una pluralità d'interventi, europei e statali, di varia natura e intensità.

Più in generale, la compatibilità degli aiuti in campo energetico devono rispondere, innanzi tutto, ad un obiettivo europeo che nel caso di specie attiene sia ai profili inerenti specificamente al comparto energetico (decarbonizzazione, incentivi alle energie rinnovabili) sia alle questioni di tutela dell'ambiente; in secondo luogo, l'aiuto deve possedere il carattere della necessità considerata la situa-



zioni di fallimento del mercato insuperabile senza l'intervento correttivo da parte dello Stato; in terzo luogo, l'aiuto deve avere carattere incentivante nel senso di indurre a cambiamenti significativi nei comportamenti delle imprese; infine, l'intervento statale deve essere adeguato, cioè l'aiuto deve essere realizzato con i mezzi meno distorsivi della concorrenza (si tratta di principi comuni già noti in questo campo)<sup>24</sup>.

In ogni caso, anche l'ultima comunicazione della Commissione abbraccia fronti diversi, proseguendo sulla linea avviata concernente l'abbinamento riforme ambientali/infrastrutture energetiche<sup>25</sup>.

Infatti, la complementarità delle disposizioni *de quibus* con la tutela dell'ambiente costituisce l'ulteriore cifra della comunicazione che estende i requisiti di ammissibilità all'approvvigionamento con energie provenienti da fonti rinnovabili, alla riduzione dei consumi dei processi produttivi, del riscaldamento o dei trasporti, all'effettuazione di investimenti nell'efficientamento energetico, alla riduzione o alla diversificazione del gas naturale o soluzioni circolari (riutilizzo dei gas di scarico).

È notorio come, in base al c.d. regolamento tassonomia<sup>26</sup>, agli orientamenti tecnici emanati dalla Commissione<sup>27</sup> e alle recenti linee guida per gli aiuti alle imprese in campo ambientale<sup>28</sup>, uno dei criteri-base per la concessione di qualunque forma di aiuto è quello di «non arrecare un danno significativo» all'ambiente con-

---

<sup>24</sup> Principi comuni illustrati da ROBERTI, in BRUTI LIBERATI, DE FOCATIIS, TRAVI (a cura di), *Gli aiuti di Stato: profili generali e problematiche energetiche*, cit., pp. 189-190.

<sup>25</sup> AMMANNATI, *Energia e ambiente: regolazione per la transizione*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercato nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, p. 169 ss.; LUCHENA, *Gli strumenti di sostegno pubblico alla conversione ambientale*, ivi, p. 183 ss.; BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, ivi, p. 197 ss.

<sup>26</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica al regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>27</sup> Commissione europea, Orientamenti tecnici sull'applicazione del principio «non arrecare un danno significativo» a norma del regolamento sul dispositivo per la ripresa e la resilienza 2021/C 58/01.

<sup>28</sup> Comunicazione della Commissione, Disciplina in materia di aiuti di Stato a favore del clima, dell'ambiente e dell'energia 2022, Bruxelles, 27.1.2022, C(2022) 481 final.

siderata la scarsa attenzione finora dimostrata dalle imprese in questo ambito, interesse, per dir così, “rivitalizzato” proprio grazie alle norme d’incentivazione previste in particolare nel *Next generation EU*. Fra i “danni significativi” (fra i sei previsti) sono ricomprese le emissioni di gas serra, gli effetti negativi sul clima e i danni all’uso sostenibile e alla protezione delle acque. A questo nucleo di norme va aggiunto quanto previsto dalla sesta comunicazione in materia di aiuti di Stato per l’emergenza pandemica<sup>29</sup> che, in applicazione dell’art. 107, §3, lett. c), TFUE, consente l’assegnazione degli aiuti purché non rechino danni significativi all’ambiente. Tale approccio testimonia la stretta correlazione sussistente fra il sostegno economico per l’ambiente e quello per l’energia rivolto, in particolare, all’utilizzo di nuove tecnologie<sup>30</sup>.

4. Passando all’esame della disciplina sostanziale della c.d. *comunicazione di crisi*, si rileva come i criteri di ammissibilità siano ormai quelli di cui la Commissione si avvale quando intende facilitare l’assegnazione degli aiuti di Stato.

In particolare, in base all’art. 107, §2, lett. b) gli Stati possono prevedere la concessione di misure di aiuto in caso di eventi eccezionali, quali, per l’appunto, quelli derivanti, in questo caso, da un conflitto bellico<sup>31</sup>.

Si tratta, com’è noto, delle fattispecie per le quali la Commissione autorizza gli aiuti dopo aver verificato la sussistenza dei requisiti previsti. Da questa disposizione sono esclusi gli interventi statali causati da situazioni di carattere economico, circostanza che, al contrario, si è verificata allorquando la Commissione ha potuto far leva sulla disposizione *de qua* nel corso della crisi pandemica (benché gli Stati

---

<sup>29</sup> Sesta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto a sostegno dell’economia nell’attuale emergenza della COVID-19 e modifica dell’allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull’applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell’Unione europea all’assicurazione del credito all’esportazione a breve termine, Bruxelles, 18 novembre 2021, C(2021) 8442 final.

<sup>30</sup> LUCHENA, *Gli aiuti alle imprese per la transizione ecologica*, in LUCHENA, RAGANELLI, cit., pp. 279-280.

<sup>31</sup> Commissione europea, Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell’economia a seguito dell’aggressione della Russia contro l’Ucraina, cit. punto 25.

non ne abbiano fatto grande uso<sup>32</sup>).

La peculiarità della disposizione *ex art. 107, §2, TFUE* consiste nel fatto che la Commissione non è tenuta ad effettuare valutazioni in ordine al bilanciamento delle misure previste con le eventuali distorsioni della concorrenza trattandosi, per l'appunto, di aiuti che hanno quale obiettivo precipuo la compensazione automatica per far fronte ad una situazione causata da un evento di carattere eccezionale. In tale contesto l'interesse comune è consustanziale all'erogazione dell'aiuto perché consente di ovviare a situazioni di difficoltà dell'UE nel suo complesso<sup>33</sup>.

Una novità in punto di applicabilità della disposizione *de qua* è rappresentata dal criterio definibile "*evento eccezionale derivato*", una fattispecie di cui non constano precedenti, che fa riferimento alle conseguenze derivanti dalle sanzioni economiche imposte e dalle contromisure adottate o adottabili dalla Russia.

Questa sembra la *ratio* della norma che consente l'estensione della sua applicazione alle imprese in difficoltà di cui all'art. 2, del regolamento (UE) n. 651 del 2014 (il regolamento sulle esenzioni per determinate categorie di aiuti orizzontali), dato che le imprese che escono dalla pandemia potrebbero trovarsi in una situazione di difficoltà in termini di liquidità: una situazione eccezionale riguardante le imprese che si sono trovate in una situazione di difficoltà che supera, per dir così, le disposizioni specifiche in materia di crisi dell'impresa.

Il criterio dell'adeguatezza concerne, inoltre, gli aiuti erogati per il tramite del sistema degli enti creditizi che possono ingenerare vantaggi indiretti – condizione che sarebbe preclusa in condizioni di normalità disciplinare – ma non suscettivi di ripristino della solvibilità o della liquidità dell'ente, il che consente di escludere tali forme di sostegno da quelle previste dalla direttiva che disciplina il risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento<sup>34</sup>, dal

---

<sup>32</sup> PREVIATELLO, *Crisi Ucraina e nuovo Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato*, in *www.eurojus.it*, n. 2, 2022, p. 90.

<sup>33</sup> Trib., 17 febbraio 2021, causa T-238/20, *Ryanair c. Commissione*, punti 67-69.

<sup>34</sup> Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE,

regolamento sulle procedure uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento nell'ambito del meccanismo di risoluzione unico e del fondo di risoluzione unico<sup>35</sup>, e, infine, dalla comunicazione concernente gli aiuti al settore bancario<sup>36</sup>.

Si tratta di una prospettiva di analisi già affrontata al momento della crisi pandemica nel quadro temporaneo, che ha precisato come, in quella fase, come in questa, le banche sono considerate come un elemento fondamentale nell'affrontare la crisi. E, infatti, se vi fossero situazioni direttamente riconducibili all'aggressione militare, da cui può scaturire la necessità di concedere aiuti di Stato agli enti creditizi in termini di misure per le attività deteriorate, per la ricapitalizza-

---

2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.

<sup>35</sup> Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010.

<sup>36</sup> Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria («La comunicazione sul settore bancario»).

Sugli aiuti al settore bancario la letteratura è copiosa. V. fra gli altri, secondo vari profili, i contributi di CONTALDI, *Aiuti di Stato e crisi economica internazionale*, in LIGUSTRO, SACERDOTI (a cura di), *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia. Liber amicorum in onore di Paolo Picone*, Napoli, 2011, p. 711 ss.; COLOMBINI, PASSALACQUA (a cura di), *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, Napoli, 2012; ARGENTATI, *Sistema di garanzie dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in *Merc. conc. reg.*, n. 2015, p. 315 ss.; CANEPA, *Il difficile equilibrio fra concorrenza e aiuti di Stato nella crisi: ruolo e scelte della Commissione nel settore bancario*, in *Amministrazione in cammino*, 15 luglio 2016; LENER, *Risoluzione e aiuti di Stato. Alcuni orientamenti della Commissione europea a confronto*, in *An. giur. ec.*, n. 2, 2016, p. 581 ss.; RAGANELLI, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria, Nota a CGUE, Grande sezione, 19 luglio 2016 (causa C-526/14)*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 6 2016, p. 773 ss.; ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in questa *Rivista*, n. 1, 2016, p. 1 ss.; CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in questa *Rivista*, n. 2, 2017, p. 102 ss.; CIRAIOLO, *Il finanziamento «esterno» delle risoluzioni bancarie. Tra tecniche normative e diritto vivente*, Padova, 2018, p. 2327 ss.; BUZZACCHI, *Il fondo interbancario nel caso Tercas e la tutela del risparmio: mandato pubblico o privato?*, in *Riv. reg. merc.*, n. 2, 2018, p. 77 ss.; ANTONUCCI, *Gli «aiuti di Stato» al settore bancario: le regole d'azione della regia della Commissione*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 3, 2018, p. 587 ss.; ROSSANO, *La Corte di giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno, la beffa*, in questa *Rivista*, n. 1, 2021, parte seconda, p. 8 ss.; AMOROSINO, *La Corte UE sul caso Tercas: approccio empirico ed «acquis» sull'onere di dimostrare l'influenza condizionante di autorità pubbliche*, in *Dir. banca merc. fin.*, n. 2, 2021, p. 286 ss.; DE POLI, *Caso Tercas: la commedia degli equivoci e degli inganni ed il tempo dell'illusione (svanita)*, in *Riv. dir. banc.*, luglio 2021, p. 1 ss.

zione o per la liquidità, gli aiuti per le imprese dovranno essere valutati alla luce delle disposizioni contenute nei regolamenti sopra citati e i beneficiari non sarebbero considerati percettori di un sostegno finanziario pubblico in quanto banche in dissesto o a rischio di dissesto. In tal caso, inoltre, sarebbe escluso l'obbligo della condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei creditori subordinati.

Le imprese che sono state colpite dalle sanzioni europee sono, ovviamente, escluse quali potenziali beneficiari delle misure di aiuto.

5. Oltre alla fattispecie «eventi eccezionali» il criterio cui fa riferimento la Commissione è il «grave turbamento dell'economia di uno Stato membro» di cui all'art. 107, §3, lett. b), TFUE<sup>37</sup>, che, nel caso di specie, interessa trasversalmente una pluralità di settori dell'economia<sup>38</sup>.

Com'è noto, la disposizione in parola assegna alla Commissione ampia discrezionalità che le consente di entrare nel merito delle proposte di aiuto.

Si tratta di un criterio che sia la Commissione sia la Corte UE hanno applicato almeno fino al 2008 secondo un'interpretazione restrittiva<sup>39</sup> dovendo tener conto, da un lato, della oggettività e della gravità della situazione economica del Paese, dell'adeguatezza e della proporzionalità delle singole misure per porre rimedio alla situazione emergenziale (l'aiuto è limitato al minimo necessario per conseguire l'obiettivo prefissato<sup>40</sup>), dall'altro, sia dell'importanza sistemica del soggetto beneficiario e del settore di riferimento sia della prevenzione degli effetti negativi sulla concorrenza e sugli scambi. Il «turbamento dell'economia», in pratica, deve colpire la totalità o una porzione significativa del territorio dello Stato e, maggior ragione, quando l'evento involga i Paesi membri dell'UE nel suo complesso.

---

<sup>37</sup> Commissione europea, Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina, cit., punto 34 ss.

<sup>38</sup> POLISENO, *Il nuovo Quadro temporaneo di crisi adottato dalla Commissione europea in materia di aiuti di Stato: presupposti e criteri di compatibilità*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, n. 1, 2022, p. 4.

<sup>39</sup> BATES, *Compatibility of Aid – General Principles*, in BACON (ed.), *European Law of State Aid*, 3rd ed., Oxford, 2017, p. 107.

<sup>40</sup> RODRIGUEZ, *Electricity Generation and State Aid: Compatibility is the Question*, in *European State Aid Quarterly*, n. 2, 2016, p. 216.

In realtà, in molti casi, pur non facendo riferimento espressamente al «grave turbamento dell'economia in uno Stato membro» la Commissione sembra volere equiparare tale parametro a qualsiasi situazione di carattere eccezionale quasi a farla coincidere con il concetto di «crisi».

Tale riferimento è di una certa utilità in quanto consente, come si è detto, di configurare la discrezionalità della Commissione quando deve valutare la compatibilità di determinati aiuti in particolari situazioni.

In questo caso, dunque, il vaglio deve bilanciare gli effetti negativi che possono prodursi sulla concorrenza: nello specifico, le crisi energetica mostra che, in questo quadro temporaneo, la valutazione assuma non soltanto la veste di strumento autorizzatorio per fronteggiare la situazione di crisi ma anche per consentire agli Stati di porre in essere strumenti d'investimento che possano consentire lo sviluppo economico, peraltro in un settore geopoliticamente assai sensibile come quello energetico.

Il medesimo “approccio” è seguito anche nelle ultime comunicazioni sulle emergenze: solo che, mentre in quelle concernenti la pandemia, la qualificazione di grave turbamento dell'economia in uno Stato membro appare essere, per dir così, più aderente allo schema interpretativo utilizzato dalla Corte UE<sup>41</sup>, nel caso

---

<sup>41</sup> Invero, più “rigorosa” sembra essere la posizione del giudice UE che sull'interpretazione della nozione di grave turbamento nell'economia di uno Stato membro ancora il suo orientamento a considerazioni che consentono l'utilizzo di tale criterio ai fini della compatibilità dell'aiuto ad una situazione che riguardi tutto il territorio dello Stato membro e non già di una sua porzione: v. Tribunale di primo grado, *Freistaat Sachsen e a. c. Commissione*, cause riunite T-132/96 e T-143/96. Situazione che affronta la Corte Ue nel caso relativo alle cinque banche slovene nel quale le circostanze invocate dalla Slovenia fanno riferimento, per l'appunto, al grave turbamento dell'economia che, come nella gran parte dei casi, si configura come l'effetto generato dalla crisi in uno Stato membro in grado di propalarsi anche ad altri Stati membri: il che indica come non solo si tratta della crisi di uno Stato ma potenzialmente anche di altri Stati che, peraltro, come nella crisi finanziaria del 2008, sono stati colpiti dalla medesima crisi: Corte giust. UE 19 luglio 2016, *Kotnik e a. c. Repubblica di Slovenia*, causa C-526/14, su cui v. RUCCIA, *Le crisi bancarie al vaglio della Corte di giustizia, Osservazioni sulla sentenza del 16 luglio 2016. causa C-526/14 Tadej Kotnik e altri*, in *www.eurojus.it*, 5 settembre 2016.

La prassi della Commissione, in punto di applicazione del suddetto criterio, mostra come, nel caso della società greca a totale capitale pubblico Trainose, poi acquisita da Trenitalia a seguito della condizionalità concordata con la Trojka (che prevede interventi ad ampio spettro come la cancellazione dei debiti, l'aumento di capitale – misura questa poi ritirata con regolare notifica ai

della crisi bellica, la Commissione ne fa un uso, per dir così, più pervasivo come se volesse far rientrare il grave turbamento dell'economia nella detta, e più ampia, accezione di «disposizione eccezionale» e di «crisi».

In tale ultimo caso, la ricomprensione del primo nel secondo dilata la portata della disposizione anche per considerare fra le cause della crisi non soltanto l'evento bellico in sé quanto, anche, gli effetti derivanti dalle sanzioni quasi a voler configurare la crisi energetica come un combinato disposto tra gli effetti speculativi già evidenziati nella comunicazione di ottobre, la guerra e gli effetti delle sanzioni. Il tutto porterebbe, dunque, ad una «disposizione eccezionale» che abilita gli Stati ad adottare una serie di misure potenzialmente molto ampie.

6. Innanzi tutto, gli aiuti di importo limitato possono essere concessi in base sia all'art. 107, §3, lett. c) sia alla comunicazione di crisi<sup>42</sup>.

A tale proposito le modalità di concessione devono rispondere ad una serie di requisiti specifici determinati in ragione di un massimale non superiore a 400.000 euro per impresa sotto forma di sovvenzioni dirette, agevolazioni fiscali, anticipi rimborsabili, prestiti e partecipazioni; sia concesso in base ad un bilancio previsionale, e non oltre il 31 dicembre 2022, a favore di imprese colpite dalla cri-

---

sensi del reg. 1589 del 2015 –, sovvenzioni per un arco temporale di durata triennale, trasferimento di dipendenti in altro settore pubblico, accordi sul livello dei servizi, trasferimento di terminali per le merci), il mancato conseguimento degli obiettivi di bilancio concordati non sia stato raggiunto a causa della spesa eccessiva, dell'evasione fiscale, dell'insuccesso delle riforme pensionistiche e sanitarie e delle troppo ottimistiche stime fiscali. La liquidazione della società avrebbe comportato enormi difficoltà economiche e sociali trattandosi dell'unico operatore pubblico. Per le 4 misure giudicate come aiuti di Stato (“non aiuto” è l'accordo sul livello dei servizi) la Commissione ha valutato come ricorrenti, nel periodo considerato, tutti i presupposti sopra considerati: crisi profonda e prolungata della Grecia, recessione, picco del debito pubblico, tasso di disoccupazione assai elevato, impossibilità di accesso ai mercati finanziari e dipendenza delle finanze pubbliche dai prestiti pianificati: Decisione della Commissione, del 6 giugno 2017, relativa al caso SA 32544 (2011/C), *Ristrutturazione di Trainose S.A.*

<sup>42</sup> Gli aiuti alle imprese per lo sviluppo energetico possono essere concessi anche in base a quanto previsto dal regolamento di esenzione per talune categorie di aiuti orizzontali (reg. n. 651 del 2014 e successive modifiche e integrazioni) sul quale, in questa sede, non ci si può soffermare. Si rinvia, per talune linee di carattere generale a KARALIS, BACON, *Energy and Environmental Protection*, in BACON (ed.), *op. cit.*, p. 223 ss.



si<sup>43</sup>.

In secondo luogo, il sostegno alla liquidità<sup>44</sup>, che si sostanzia in garanzie statali e prestiti agevolati, può contemplare misure come, ad esempio, le garanzie agevolate al fine di consentire alle banche di continuare ad erogare prestiti alle imprese colpite dalla crisi, i prestiti pubblici e privati a tassi di interesse agevolati.

In terzo luogo, possono essere concessi aiuti compensativi, in particolare modo per le cosiddette energivore di cui all'art. 17, lett. a) della direttiva sulla tassazione dei prodotti energetici<sup>45</sup>, per attenuare il peso dei costi aggiuntivi e, in particolare per quelle a forte consumo di energia, per i costi aggiuntivi dovuti all'impennata degli aumenti dei prezzi del gas e dell'elettricità. Tale sostegno può essere concesso in qualsiasi forma, comprese le sovvenzioni dirette. L'aiuto complessivo per beneficiario non può superare il 30 % dei costi ammissibili, fino a un massimo di 2 milioni di euro. Quando l'impresa subisce perdite di esercizio, possono essere necessari ulteriori aiuti per garantire il proseguimento di un'attività economica. A tal fine gli Stati membri possono concedere aiuti superiori ai massimali indicati, fino a 25 milioni per gli utenti a forte consumo di energia e fino a 50 milio-

---

<sup>43</sup> Commissione europea, Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina, punto 41.

<sup>44</sup> Commissione europea, Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina, sez. 2.2.

<sup>45</sup> Direttiva 2003/96/CE del Consiglio, del 27 ottobre 2003, che ristruttura il quadro comunitario per la tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità. Ai sensi della disposizione citata, per «impresa a forte consumo di energia» si intende un'impresa, come definita all'articolo 11, in cui i costi di acquisto dei prodotti energetici ed elettricità siano pari almeno al 3,0 % del valore produttivo ovvero l'imposta nazionale sull'energia pagabile sia pari almeno allo 0,5 % del valore aggiunto. Nell'ambito di questa definizione gli Stati membri possono applicare concetti più restrittivi, compresi il valore del fatturato, e le definizioni di processo e di settore.

Per «acquisti di prodotti energetici e di elettricità» si intende il costo effettivo dell'energia acquistata o generata nell'impresa. Sono inclusi soltanto l'elettricità, i prodotti per riscaldamento ed energetici utilizzati per riscaldamento o per i fini di cui all'articolo 8, paragrafo 2, lettere b) e c). Sono incluse tutte le imposte, tranne l'IVA detraibile.

Per «valore produttivo» si intende la cifra d'affari, compresi i sussidi direttamente legati al prezzo del prodotto, maggiorata o diminuita delle variazioni degli stock di prodotti finiti, dei lavori in corso e dei beni e dei servizi acquistati a fini di rivendita, meno gli acquisti di beni e servizi fatti a fini di rivendita.

Per «valore aggiunto» si intende il totale della cifra d'affari soggetto a IVA, comprese le esportazioni, diminuito del totale degli acquisti soggetti a IVA, comprese le importazioni.



ni per le imprese attive in settori quali la produzione di alluminio e di altri metalli, fibre di vetro, pasta di legno, fertilizzanti o idrogeno e molti prodotti chimici di base<sup>46</sup>.

Le misure europee, in ogni caso, completano e integrano la normativa di favore in materia di aiuti di Stato trattandosi di norme complementari adottate nell'interesse dell'Unione.

Il riferimento è alle misure, intensificate nelle ultime settimane, volte a realizzare iniziative trasversali, fra le quali merita di essere sottolineata quella denominata RePowerEU<sup>47</sup> che ha come obiettivo il risparmio energetico, una strategia di differenziazione in termini di approvvigionamento, il prosieguo nell'obiettivo della sostituzione dei combustibili fossili, la crescita economica.

Si tratta di un programma ad ampio spettro che si sostanzia, com'è avvenuto a partire dalle misure per la pandemia, di tenere insieme, coordinandole, iniziative che consentano margini più ampi di azione per gli Stati e una *leadership* europea in un settore strategico come quello dell'energia.

La prosecuzione degli interventi, già prevista dal RRF (*Recovery and Resilience Facility*) e con il quale l'UE provvede ad alimentare un fondo dedicato, sarà implementata nel prossimo futuro e, su questo aspetto, è già avviata una proposta di revisione del regolamento n. 241 del 2021<sup>48</sup> che prevede l'introduzione di norme specifiche che completano il dispositivo con le azioni per contrastare la crisi energetica.

Il regolamento da ultimo citato (il c.d. dispositivo per l'attuazione delle misure per la ripresa e la resilienza), infatti, fa riferimento ad una strategia normativa

---

<sup>46</sup> Commissione europea, Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina, sez. 2.4.

<sup>47</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo al Consiglio, al Consiglio europeo, al comitato economico e sociale europeo, al comitato delle regioni, COM(2022) 108 final dell'8 marzo 2022 – RePowerEU: azione europea comune per un'energia più sicura, sostenibile e a prezzi più accessibili; il piano di azione conseguente è contenuto nella Comunicazione Commissione al Parlamento europeo al Consiglio, al Consiglio europeo, al comitato economico e sociale europeo, al comitato delle regioni denominata REPowerEU Plan, Bruxelles, 18.5.2022, COM(2022) 230 final.

<sup>48</sup> Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza

comune riguardante l'attuazione dell'accordo di Parigi, il coordinamento dei vari piani nazionali per l'energia nel quadro della *governance* dell'energia adottata in forza del regolamento n. 1999 del 2018<sup>49</sup>, i piani per una transizione giusta e gli obiettivi ONU per lo sviluppo sostenibile. Si riporta, così, al piano europeo anche il controllo nel settore che ci occupa (particolarmente abissognevole di supporto nell'attuale contesto), riconnettendo alla Commissione il ruolo d'impulso che gioca in questa fase della vita politico-istituzionale dell'UE.

È evidente che l'adozione di iniziative che compensino l'aumento delle bollette costituisca una misura di rilievo ma non risulta essere sufficiente e comunque non risolutiva nel lungo periodo. A tale proposito va ricordato che le numerose azioni della Commissione in questo settore consentono di rendere armonica la politica energetica a livello europeo: basti pensare alla accelerazione impressa dal pacchetto di norme contenute nel c.d. *Fit for 55* (parte della strategia del *Green deal* europeo che porta dal 9 al 13% l'obiettivo vincolante dell'efficientamento energetico e assume come impegno per raggiungere la *carbon neutrality* entro il 2050) per comprendere quanto solida e strutturata sia diventata l'azione della Commissione a difesa dell'interesse comune. Non è superfluo ricordare che l'«interesse comune» ricorre quale criterio discrezionale per considerare un aiuto compatibile con il mercato interno: potrebbe definirsi interesse plurilivello nella misura esso assurge a criterio qualificativo dell'azione coordinata e, dunque, comune.

L'approccio giuridico al tema dell'interesse comune è ricco di spunti di riflessione, nella prospettiva sia di freno delle politiche statali (controllo degli aiuti di Stato) sia in chiave d'integrazione positiva (nel quadro ordinamentale UE in riferi-

---

<sup>49</sup> Regolamento (UE) 2018/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla *governance* dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima che modifica le direttive (CE) n. 663/2009 e (CE) n. 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive 94/22/CE, 98/70/CE, 2009/31/CE, 2009/73/CE, 2010/31/UE, 2012/27/UE e 2013/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive del Consiglio 2009/119/CE e (UE) 2015/652 e che abroga il regolamento (UE) n. 525/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

mento alle misure per l'energia).

Come si accennava in precedenza, in questo caso (come, in verità, anche in quello di tutte le crisi economiche dell'inizio di questo secolo), le politiche, degli Stati e dell'Unione europea sono intrecciate fra loro e le interdipendenze appaiono ancora più evidenti se si osserva un orizzonte più ampio dello sviluppo economico europeo. Interesse comune è, pertanto, un interesse trasversale che tiene insieme sia le esigenze nazionali sia quelle europee, in un rapporto funzionale alle esigenze della crescita, dello sviluppo e dell'autonomia energetica, e della lotta ai cambiamenti climatici.

Sempre nel quadro delineato, il comune interesse alla predisposizione di misure per le imprese operanti nel campo energetico emerge sia nella sesta comunicazione sul quadro temporaneo relativamente all'emergenza pandemica<sup>50</sup> – che aggiunge, appunto, una specifica sezione dedicata a queste tipologie di aiuti individuando quale principio comune il «non nuocere significativamente» all'ambiente – sia nelle linee guida di settore emanate dalla Commissione agli inizi del 2022 in base alle quali, fra l'altro, vanno considerati gli effetti positivi arrecati alla società in termini di sostenibilità dell'attività in questione<sup>51</sup>.

Infine, l'interesse comune in campo energetico può essere considerato come già effettivamente operante in termini giuridici in riferimento alle norme che consentono di ottenere una procedura accelerata delle autorizzazioni e dei finanziamenti specifici per i progetti che collegano sistemi energetici dei paesi dell'UE.

Queste infrastrutture transeuropee energetiche hanno come obiettivo quello di modernizzare le infrastrutture esistenti e di affrontare il tema delle carenze infrastrutturali. Politiche comuni e aiuti di Stato contribuiscono, allora, alla realizzazione di una varietà di progetti comuni europei come, ad esempio, il *green deal*,

---

<sup>50</sup> Sesta modifica del quadro temporaneo per le misure di aiuto a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della COVID-19 e modifica dell'allegato della comunicazione della Commissione agli Stati membri sull'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea all'assicurazione del credito all'esportazione a breve termine, Bruxelles, 18 novembre 2021, C(2021) 8442 final.

<sup>51</sup> Comunicazione della Commissione, Disciplina in materia di aiuti di Stato a favore del clima, dell'ambiente e dell'energia 2022, Bruxelles, 27.1.2022, C(2022) 481 final.

l'unione dell'energia<sup>52</sup> e l'attuazione della legge europea sul clima<sup>53</sup>.

Nella prospettiva indicata, la legislazione economica coordinata in materia di energia rappresenta verosimilmente l'obiettivo finale, di cui la normativa sugli aiuti di stato costituisce un significativo e ineludibile tassello del mosaico composto dagli operatori del settore, dagli investimenti e dal ruolo del decisore pubblico considerato, oltre tutto, che il mercato energetico si presenta in una forma completamente diversa rispetto al passato in termini di competizione globale<sup>54</sup>.

**Giovanni Luchena**

*Ordinario di Diritto dell'economia*

*nell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro*

---

<sup>52</sup> Comunicazione della Commissione, Pacchetto "Unione dell'energia", Una strategia quadro per un'Unione dell'energia resiliente, corredata da una politica lungimirante in materia di cambiamenti climatici, Bruxelles, 25 febbraio 2015, COM(2015) 80 final.

<sup>53</sup> Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

<sup>54</sup> MARGHERI, *Le policy del settore energetico tra storia ed evoluzione: riflessioni sulla disciplina degli aiuti di Stato*, in BRUTI LIBERATI, DE FOCATIIS, TRAVI, *Ancora sulla transizione nel settore dell'energia. Gli aiuti di Stato – La tutela del consumatore*, Milano, 2019, p. 11-12.

## LA SOLUZIONE DELLE CONTROVERSIE BANCARIE \*

*(The Resolution of Banking Disputes)*

**ABSTRACT:** *The evolution of controversies experienced since the beginning of new Millennium shows the transition from disputes between intermediaries and consumers/investors to litigation typical of an economy in recession that affects the stability of small and medium banks, hence the risk management of deteriorated loans. The crises represent an element which lead to a critical analysis of existing regulatory framework, while the nature of litigation provides an indication of normative perimeter to reform. Therefore, an analysis of banking disputes becomes a valuable benchmark for interpreting future social changes and economic cycles.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. La relazione fra crisi, riforme disciplinari e contenzioso. – 3. Le crisi. – 3.1. Inizi degli anni duemila: casi di c.d. “risparmio tradito” – 3.2. La crisi degli anni 2008 e ss. – 3.3. La crisi pandemica e le tensioni internazionali. – 4. Il ruolo dei meccanismi alternativi di risoluzione delle controversie. – 5. L’esempio virtuoso dell’ABF e degli altri corpi intermedi. – 6. Conclusioni.

1. L’integrazione giuridico-economica del nostro Paese con i sistemi finanziari internazionali ha agito da catalizzatore nel determinare le linee di un cambiamento complessivo della realtà bancaria, all’interno del quale assume particolare rilievo il riordino delle modalità organizzative degli operatori (reso necessario dall’affermazione dei principi di mercato nel nostro ordinamento) e delle forme disciplinari dell’attività. In un contesto competitivo ciò ha a sua volta dato luogo a non facili modalità esplicative dei rapporti intersoggettivi, con l’ovvia conseguenza di determinare situazioni di conflitto tra gli interessi degli intermediari e quelli dei risparmiatori.

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

In quest'ottica si spiega la ragione per cui, a partire dagli anni duemila, si è assistito nel nostro Paese ad un progressivo incremento del contenzioso giudiziario avente ad oggetto, in particolare, la prestazione dei servizi finanziari<sup>1</sup>. A ciò si aggiungano le gravi difficoltà economiche e finanziarie degli ultimi venti anni, le quali hanno minato l'ordinato svolgimento dell'attività bancaria e hanno conseguentemente contribuito ad esasperare i contrasti all'interno dell'ordinamento del credito; donde l'incremento esponenziale della litigiosità<sup>2</sup> che non si è limitato a rappresentare un fattore negativo nel riconoscimento dei diritti eventualmente lesi, ma nei fatti è diventato il volano di crisi divenute sistemiche.

Da qui, per un verso, la ricerca di rimedi nuovi rispetto a quelli ordinariamente conosciuti, finalizzati in primo luogo a cercare di alleggerire l'onere di un contenzioso in continua espansione riducendo le lungaggini dei tempi dell'*agere* giudiziario e, per altro verso, l'approfondimento delle tecniche di mitigazione del rischio aziendale, nell'ambito del quale cominciano ad assumere rilievo centrale il rischio legale e reputazionale.

2. Come noto, il rapporto tra fatto e norma si estrinseca nella correlazione tra accadimenti sui quali il legislatore interviene identificando di volta in volta le modalità tecnico giuridiche volte a superare le criticità che detti accadimenti presentano. In ambito giurisdizionale ciò si traduce nella stretta correlazione tra il succedersi di eventi economico-finanziari che causano distonie e/o discrasie al sistema con l'introduzione di regole volte ad incanalare tali eventi in un percorso di più

---

<sup>1</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, *passim*, spec. capitoli V e VI.

<sup>2</sup> Cfr. BAGNI, *La gestione del rapporto banca-cliente: un'analisi (anche) empirica del contenzioso bancario fra modalità di gestione e competenze*, in *Judicium. Il processo civile in Italia e in Europa*, 2019.

stretta riferibilità al diritto e, dunque, alla correttezza comportamentale<sup>3</sup>. Ciò è quanto si riscontra nei successivi passaggi del processo evolutivo della legislazione nazionale ed europea succedutisi nei primi decenni di questo millennio.

In particolare, tra le grandi riforme degli ultimi decenni rilevano la direttiva 2004/39/UE (cd. MiFID), che con la profilatura della clientela ha introdotto significative forme di trasparenza comportamentale da parte degli intermediari, nonché le modifiche avutesi con la creazione dell'UBE, che ha ridisegnato il quadro autoritativo della supervisione bancaria e della risoluzione delle crisi degli enti creditizi: come anticipato, si è in presenza di un *iter* volto al cambiamento del sistema disciplinare per renderlo più conforme alla realtà sostanziale di riferimento. La suddetta normativa si è poi completata con l'emanazione della direttiva denominata MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), che ha lo scopo di rafforzare la tutela degli investitori *retail* nello svolgimento dei servizi di investimento. Detto intervento normativo introduce ulteriori elementi mirati a innalzare il livello di protezione della clientela e il livello di trasparenza sui prodotti finanziari, in particolare attraverso una maggiore trasparenza ed informativa sui costi che il cliente sta sostenendo per la scelta di investimento effettuata<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Ancora una volta, come è stato sostenuto in tempi lontani, il rapporto tra storia e diritto si risolve in una ricerca nel *continuum* di una progressione normativa destinata a migliorare l'esistente; cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza*, Laterza, 1997.

<sup>4</sup> La banca invia ogni anno ai clienti la nuova informativa sui costi e oneri relativa all'anno precedente. In particolare, il cliente deve essere informato circa la modalità di trasmissione ed esecuzione degli ordini della banca e quest'ultima è obbligata a gestire gli ordini di compravendita ricevuti dalla clientela alle migliori condizioni possibili (*best execution*). Inoltre, la banca deve chiedere ai propri clienti le informazioni necessarie per individuare le caratteristiche, gli obiettivi e le esigenze di investimento degli stessi e poter così raccomandare servizi e prodotti finanziari adeguati. Attraverso la compilazione di uno specifico questionario la banca verifica le esperienze e le conoscenze del cliente in materia di investimenti finanziari, i suoi obiettivi di investimento e la sua situazione finanziaria per accompagnarlo nell'individuazione di una scelta di investimento adeguata. In arg. cfr. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di Mifid II*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, 145 ss. Al riguardo, giova ricordare che l'allora Governatore della Banca d'Italia, oggi Presidente del Consiglio, Mario Draghi, in uno dei suoi primi interventi pubblici, sottolineò che *“la regolamentazione dei mercati non può e non deve eliminare il rischio per gli investitori ma deve facilitarne l'allocazione, accrescendo la trasparenza, limitando e gestendo i conflitti di interesse, a difesa dei risparmiatori più deboli. Lo richiedono in*

Tuttavia, come anticipato, le crisi economico-finanziarie che si sono succedute negli ultimi lustri hanno altresì esasperato la tendenza a dar vita a forme di contenzioso per la soluzione delle questioni connesse all'applicazione della disciplina di settore. Valutando l'*iter* evolutivo della tipologia di controversie che dall'inizio del millennio si sono seguite notiamo il passaggio da controversie che riguardano strettamente il rapporto tra intermediari e risparmiatori/investitori a controversie tipiche di situazioni di economia in recesso e, quindi, a controversie che tendono alla stabilità delle PMI; stabilità che si ripercuote sulla realtà delle piccole e medie banche che le supportano e quindi sulla massa dei crediti deteriorati da esse gestiti. Da ciò la considerazione per cui il mutamento che emerge nella tipologia delle controversie in ambito bancario e finanziario si correla al mutamento sia degli interventi di riforma, sia dei relativi meccanismi di risoluzione predisposti dal regolatore per superare gli squilibri più diffusi e rilevanti per interessi lesi e per frequenza.

Le crisi rappresentano, quindi, il fattore catalizzatore per una rivisitazione critica del complesso dispositivo vigente nel momento storico in cui si manifestano e si sviluppano, mentre il contenzioso che ne scaturisce rende quantificabile lo spazio da dedicare alla correzione e/o integrazione della regolazione. Ne deriva che l'analisi del contenzioso diventa un'importante cartina di tornasole per interpretare i mutamenti sociali e i cicli economici da affrontare.

### 3.

3.1. L'emersione di situazioni di conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento, specie ad opera delle banche, ha caratterizzato, sul piano empirico, nel nostro Paese e all'estero, le principali vicende del c.d. "risparmio tradito", termine coniato per descrivere quelle controversie che traggono origine dalla

---

*pari misura efficienza ed equità" (cfr. DRAGHI, Integrazione dei mercati finanziari, intermediazione del risparmio, Intervento Forex, Cagliari 4 marzo 2006).*



vendita di prodotti finanziari al pubblico e che si sono risolte spesso in investimenti estremamente dannosi per i risparmiatori<sup>5</sup>.

Tale fenomeno ha caratterizzato la storia del contenzioso bancario dei primi anni del nuovo millennio per il *coinvolgimento*, nelle controversie in parola, di un elevato numero di piccoli e medi risparmiatori, con ovvi riflessi di carattere sociale che hanno indotto a collocare tale tematica in una angolazione diversa rispetto a quelle verificatesi in precedenza, vuoi per l'ampiezza numerica che in assoluto ha presentato tale tipo di controversie, vuoi anche per le conseguenze di carattere politico che è dato dedurre.

Non a caso, tale contenzioso (unitamente alle cause che lo hanno determinato) è stato oggetto di un'apposita inchiesta parlamentare, nel corso della quale è emersa la specificità della situazione giuridico-economica che ne contraddistingue l'essenza; analogamente, esso si è posto a fondamento di significative istanze di modifica dell'apparato processual-civilistico italiano che, tenendo conto dell'elevato numero di persone coinvolte in tali controversie, hanno portato all'introduzione anche nel nostro Paese dello strumento della *class action* (art. 140-*bis* del Codice del Consumo, entrato in vigore il primo gennaio del 2010).

3.2. La crisi finanziaria mondiale del 2008-2009 ha disegnato un panorama variegato sul territorio nazionale: alcune banche sono fallite, altre si sono fuse o sono state incorporate generando così grandi gruppi bancari<sup>6</sup>. A ciò si aggiunge una serie di precise indicazioni da parte dell'UE sulla gestione dei cosiddetti NPL

---

<sup>5</sup> Sul punto cfr. MICHIELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Mercato concorrenza regole*, 555 ss.

<sup>6</sup> Nel 2006 ha avuto inizio negli Stati Uniti la crisi finanziaria dei mutui *subprime*. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui *subprime* sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni. In arg., con specifico riferimento all'Italia, cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, *passim*.

(*non performing loans*) e sulle tempistiche di rientro ad essi connesse indicate dall'*Addendum* della Banca Centrale Europea (2018)<sup>7</sup>.

Questi fattori, insieme alla più generale crisi economica, hanno portato il rapporto tra le parti del mercato finanziario ad un punto critico. Da un'analisi del contenzioso giudiziario in materia bancaria, emerge una situazione complessa e gravosa. Si riscontrano, tra l'altro, controversie originate dalla situazione recessiva determinata dal regime di *austerity* introdotto dalle autorità europee (si pensi al caso delle quattro banche, che ha visto addirittura la costituzione di organismi di gestione delle perdite subite dai clienti delle banche interessate)<sup>8</sup>. I tribunali italiani sono oberati di cause di natura estremamente tecnica, a cui il giudice spesso non è in grado di rispondere in tempi ragionevoli. Il formalismo processuale rappresenta, poi, terreno fertile per un utilizzo di tipo opportunistico e dilatorio del ricorso alla giustizia, che finisce con allungare ulteriormente i tempi del contenzioso.

In questo quadro generale, le soluzioni alternative della gestione della lite non sembrano aver risolto il problema relativo alla mole ed ai tempi del contenzioso bancario, tutt'altro. In particolare, la mediazione, prevista dal legislatore italiano in forma obbligatoria per la materia bancaria, nella prassi si è rivelata inadeguata alle controversie fra banche e clienti, finendo così per rappresentare, paradossalmente, un ulteriore aggravio per le parti in termini di tempi e costi del processo. Problemi, questi, che poi si acuiscono con riferimento alle imprese medio-piccole, le quali spesso non possono permettersi gli effetti di un procedimento lungo e dispendioso.

Ne consegue che l'elemento della "litigiosità" diventa un importante fattore economico da dover gestire, specie per le banche. Al riguardo, vengono in rilievo le specificità del contenzioso bancario – troppo a lungo ignorate dal legislatore italia-

---

<sup>7</sup> V. l'*Addendum* alle *Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate*, marzo 2018.

<sup>8</sup> Cfr. LENER, *L'attuazione di BRRD e la crisi bancaria in Italia*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 703 ss.

no<sup>9</sup> – da ricondurre alle modalità di gestione del rapporto tra banca e cliente. Donde la necessità di intervenire soprattutto sul profilo relazionale, alla luce delle nuove esigenze e risorse del sistema giustizia, anche da parte dell’Autorità di vigilanza, chiamata a porre rinnovata attenzione sui temi della fiducia, della trasparenza e della correttezza nella relazione fra la banca e il suo cliente.

L’idea che si pone a fondamento di questa analisi è che il problema del contenzioso bancario è da ricondurre alle modalità di gestione del rapporto tra banca e cliente. Emerge la necessità di lavorare soprattutto sul profilo relazionale. A ciò seguirà una rinnovata attenzione, anche da parte dell’Autorità di vigilanza, alla questione della fiducia, della trasparenza e della correttezza nella relazione fra la banca e il suo cliente. Le banche chiedono più fiducia, i clienti più ascolto.

3.3. La crisi da Covid-19 ha determinato il collasso del circuito economico produzione-consumo, restrizioni di libertà, chiusura di territori, divieti di circolazione di persone e cose, paralisi di imprese, effetti di turbativa del mercato, ingiustificate levitazioni dei prezzi e crisi occupazionali dovute alla contrazione delle attività economiche<sup>10</sup>; e ciò con riflessi sia sui contenziosi instaurati nel periodo di emergenza sia sulla tenuta degli assetti negoziali cristallizzati dalle parti del contratto<sup>11</sup>.

Al fine di contrastare le conseguenze negative della crisi e accelerare il processo di ripresa economica, il legislatore italiano ha introdotto misure a sostegno dei cittadini e delle imprese quali, ad esempio<sup>12</sup>:

---

<sup>9</sup> E gli eventi di risparmio tradito lo dimostrano chiaramente. V. il mio libro sulle controversie bancarie e finanziarie.

<sup>10</sup> Cfr. IRTI, *L'emergenza e il diritto, cosa cambia nei contratti*, nel *Corriere della Sera* del 29 maggio 2020.

<sup>11</sup> Sul tema della gestione delle sopravvenienze perturbative dell’equilibrio originario delle prestazioni contrattuali e dei correlati rimedi di natura legale e convenzionale si v. la relazione tematica n. 56 dell’8 luglio 2020 della Corte di Cassazione, disponibile all’indirizzo [www.cortedicassazione.it](http://www.cortedicassazione.it), ove ampi riferimenti giurisprudenziali e dottrinali.

<sup>12</sup> V. Relazione Annuale dell’Arbitro Bancario Finanziario, pubblicata nel luglio 2021.

a) la modifica alla disciplina del Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa, al fine di ampliare la platea di soggetti che hanno diritto alla sospensione delle rate del mutuo per un periodo massimo di 18 mesi;

b) la possibilità per le micro, piccole e medie imprese (PMI), i professionisti e i lavoratori autonomi, in possesso di determinati requisiti, di richiedere una moratoria su linee di credito in conto corrente, finanziamenti per anticipi su crediti, prestiti non rateali, rate di prestiti e canoni in scadenza;

c) la possibilità per le imprese, i professionisti e i lavoratori autonomi la cui attività è stata danneggiata dalla pandemia di richiedere agli intermediari finanziari garantiti dal Fondo per le PMI (Fondo centrale di garanzia) oppure garantiti dal fondo SACE, con copertura variabile<sup>13</sup>.

Inoltre, con l'obiettivo di ampliare le misure di sostegno, l'ABI e l'Associazione italiana del credito al consumo e immobiliare (Assofin) hanno previsto, attraverso iniziative volontarie, la sospensione, da parte delle banche e degli operatori aderenti, delle rate (o della sola quota capitale) di mutui o di finanziamenti non coperti dai provvedimenti del Governo (ad es. i contratti di credito al consumo)<sup>14</sup>.

In tale contesto giustizia civile e penale sono in affanno. La lunghezza del processo costituisce la criticità maggiore e più insidiosa. Ulteriori ritardi, dovuti alla

---

<sup>13</sup> <https://www.mise.gov.it>.

<sup>14</sup> Per un commento sul c.d. "Decreto Rilancio" cfr. ROSSANO *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in Rossano D. (a cura di), *Covid-19. Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, Bari, Cacucci, 2020, p. 72 ss., laddove sottolinea l'esigenza che vengano individuate nuove e più incisive forme di intervento idonee ad assicurare maggiore patrimonializzazione e capitalizzazione delle imprese. In tal senso si esprime, altresì, il Presidente della Consob (Presentazione della Relazione Consob per il 2019), il quale ritiene opportuno adottare strategie di rafforzamento patrimoniale delle imprese da attuarsi, senza indebitare le imprese ed evitando aggravii per il bilancio dello Stato, facendo ricorso quindi al risparmio privato. In particolare, viene puntualmente osservato, che essendo le esportazioni e il risparmio privato i punti di forza dell'economia e della società italiana, occorre che *"la nuova architettura istituzionale sia strutturata in funzione del rafforzamento di tali fattori produttivi, inquadrati nel nuovo contesto tecnologico e geopolitico"*. Cfr. SAVONA, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, 16 giugno 2020, Roma, consultabile su <http://www.consob.it/documents/46180/46181/dsc2020.pdf/20ceafb6-ddb1-45f0-9063-6a9c605a590b>.

pandemia, hanno aggravato gli effetti negativi sulla credibilità ed affidabilità del servizio giustizia – oggi investito anche di questioni concernenti l'applicazione delle previsioni introdotte con la legislazione “di emergenza” (ad es., in materia di moratoria sui finanziamenti, di erogazioni di contributo a fondo perduto, ecc.) – con la conseguenza che risultano ulteriormente accentuate le tensioni che investono la giurisdizione.

A ciò si aggiungono, più di recente, le tensioni internazionali derivanti dal conflitto tra Russia e Ucraina<sup>15</sup>, che – al pari della pandemia – sono suscettibili di incidere sugli assetti negoziali in essere e dunque, in prospettiva, di aggravare ulteriormente il funzionamento degli organi di giustizia.

4. Fermo tutto quanto precede, è noto che la risoluzione delle controversie che insorgono tra intermediari bancari e finanziari e i loro clienti può essere deferita non solo al giudice ma anche a sistemi alternativi alla tutela giurisdizionale (ADR) che si ispirano ad una logica di tipo deflattivo del contenzioso. In particolare, si fanno rientrare nel novero delle ADR i seguenti rimedi: (i) l'arbitrato; (ii) la mediazione; (iii) la conciliazione, (iv) la negoziazione assistita<sup>16</sup>.

Nello specifico settore dei servizi bancari e finanziari, i meccanismi di ADR (ABF e ACF, ma anche ASS) incorporano un valore “aggiunto”, che prescinde dalla riferibilità al grado di efficienza del sistema giudiziario di un determinato Paese. Infatti, l'ADR assolve la funzione di tenere circoscritte nello stretto ambito bancario le conseguenze negative di condotte non conformi alle prescrizioni della normativa speciale e, più in generale, alla eticità di un *agere* che non deve trarre profitto dalle asimmetrie informative del mercato<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Sul tema cfr. MOAVERO MILANESI, *Spunti con riguardo al dibattito per riformare le regole dell'unione economica e monetaria europea*, in *Federalismi.it*, 2022, 4 ss.

<sup>16</sup> Naturalmente, le parti che desiderano fare ricorso ad uno di questi strumenti possono scegliere fra le opzioni appena indicate quella che più si conforma alle loro aspettative.

<sup>17</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Sistemi di ADR in ambito bancario e finanziario e dinamiche di mercato*, in

Ciò posto, come ho già in passato avuto modi di sostenere, ABF e ACF sono *organi giustiziali* davanti ai quali si svolge una procedura la cui soluzione è orientata dalla riferibilità ad interessi pubblici di carattere generale<sup>18</sup>. Più in particolare, è opinione dominante della dottrina, avallata dall'ordinanza della Corte Costituzionale, che non si è in presenza di un'attività giurisdizionale<sup>19</sup>; ciò, in epoca precedente alla riforma dell'istituto, aveva indotto alcuni studiosi a sottolineare la mancanza del carattere di terzietà nell'ABF nonché la evidente interazione che intercorre tra gli esiti dei giudizi dell'ABF e le istruttorie di un apposito ufficio della Banca d'Italia le cui risultanze di norma vengono assunte a contenuto delle decisioni degli organi giustiziali in parola<sup>20</sup>. Invero, la Corte Costituzionale, pur respingendo

---

A.A.V.V., *ABF e supervisione bancaria*, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011, pp. 23-24. Se il ricorso a tali sistemi è, per un verso, un mezzo per evitare i costi di un incontrollato sistema basato sulla litigation culture (volendosi prevenire le lungaggini del processo ordinario), dall'altro esso impedisce la rottura definitiva del rapporto di fiducia fra cliente e intermediario ed evita al contempo gli effetti degenerativi di una eccessiva pubblicizzazione di condotte inadeguate tenute dagli intermediari (effetti che si avrebbero nel caso in cui la soluzione alle controversie fosse rimessa unicamente alle valutazioni del giudice). Volendo ricordare una saggia riflessione che Einaudi enunciò nel suo noto scritto sul «rumore», possiamo dire che il banchiere deve evitare la diffusione del rumore relativo ai suoi comportamenti inadeguati (tema, del resto, emerso con forza in anni recenti con riferimento al controverso tema della compravendita dei diamanti e al ruolo delle banche nazionali nelle operazioni di rimborso dei clienti: cfr. BANCA D'ITALIA, *La compravendita di diamanti attraverso canali bancari e il ruolo della Banca d'Italia*, 2021, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). Cfr. PERASSI, *Il ruolo dell'ABF nell'ordinamento bancario: prime riflessioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2011, 143 ss.

<sup>18</sup> In tal senso si è espressa la Corte costituzionale con ordinanza n.218 del 21 luglio 2011, consultabile su <https://www.cortecostituzionale.it/actionSchedaPronuncia.do?anno=2011&numero=218>, secondo la quale “è tipico di qualsiasi funzione giustiziale procedere e adottare le proprie determinazioni *secundum ius*...”.

<sup>19</sup> Cfr. ANTONUCCI, *ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale (Corte Costituzionale, 21 luglio 2011, n. 218)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, parte terza, 117 ss.

<sup>20</sup> Nel giudizio della dottrina formulato alle origini della sua istituzione, è emerso il rischio di una *funzionalizzazione* da parte della Banca d'Italia dell'attività svolta dall'ABF per scopi di vigilanza bancaria (CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 272 ss. Denunciano il rischio di un eccessivo coinvolgimento dell'autorità di vigilanza anche MAIMERI, *L'Arbitro Bancario Finanziario: dall'iniziativa degli operatori all'imperio legislativo*, cit., pp. 414 e 419, ID., *Sub art. 128-bis*, in AA.VV., *Testo Unico Bancario. Commentario*, a cura di Belli, Losappio, Porzio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, pp. 1145 e 1150; TROIANO, *Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in ambito bancario e finanziario e funzioni di vigilanza*, in *ABF e supervisione bancaria*, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011). Ritiene che l'attività dell'Arbitro svolgerebbe una funzione strumentale all'attività di vigilanza della Banca d'Italia, fornendo una sorta di “preistruttoria”: DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, pp. 25-27.

in parte tale ricostruzione – ed individuando nella terzietà e nella natura *super partes* dell'ABF (non ultimo in termini di composizione e meccanismi di nomina dei componenti del collegio) un profilo di contiguità a quello degli arbitri, ha evidenziato come il mero onere di risolvere le controversie *secundum jus* non potesse in alcun modo legittimarne la qualifica in termini di organi giurisdizionali in senso proprio, stanti l'assenza della cogenza della decisione nei confronti delle parti in causa, nonché la preclusione dell'intervento in caso di devoluzione della controversia all'autorità giudiziaria ovvero ad organo propriamente arbitrale.

E se il giudizio sull'Arbitro formulato dalla dottrina alle origini della sua istituzione poteva essere condivisibile, oggi alla luce anche delle modifiche introdotte nel complesso disciplinare in materia (in virtù sia del d. lgs. 41/2011 ma in specie delle Disposizioni di Banca d'Italia entrate in vigore nel 2012), la separatezza dell'operatività dell'ABF rispetto alle funzioni di vigilanza appare più marcata<sup>21</sup>.

Ciò però non esclude che i contenuti tecnici delle soluzioni adottate dall'ABF assurgano a momento pregnante dell'attività di vigilanza bancaria in quanto la decisione riflette determinate linee operative dell'autorità di settore che si avvale strumentalmente dell'Arbitro per perseguire talune sue finalità istituzionali<sup>22</sup>.

Sintomatiche, in questo senso, possono dirsi ad esempio le recenti prese di posizione in materia di finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio

---

<sup>21</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Commento all'art. 128 bis t.u.b.*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, tomo II, Padova, 2019. Ci si riferisce a: la istituzione del Collegio di coordinamento; l'estemporaneo intervento *ope legis* del 2012, che ha esteso ai prefetti la legittimazione ad adire i collegi nei casi di mancata erogazione o di revoca di finanziamenti dipese da valutazioni sul merito di credito; l'intervento, più strutturale, del 2016, che ha portato a sette i collegi territoriali.

<sup>22</sup> Cfr. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF: manifestazione di una "pedagogia"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2021, 857 ss. Per anticipare le considerazioni successive, a mio avviso se ne deduce, a livello generale, la diversa, più ampia, valutazione oggi ascrivibile alla supervisione finanziaria che dovrà essere analizzata con riguardo alle sue variegate angolazioni, vale a dire non solo con riferimento all'esercizio di potere di regolazione e di intervento amministrativo (attraverso concreti provvedimenti) nei confronti degli appartenenti al settore, ma anche avendo presente le forme operative di altri organismi (collegati all'Autorità di vigilanza) che concorrono nel presidiare i rischi legali e reputazionali, a beneficio della stabilità del sistema finanziario del suo complesso.



(particolarmente frequenti nel corso dell'ultimo anno)<sup>23</sup>, in occasione delle quali l'ABF più volte si è trovato a reinterpretare il significato delle disposizioni di vigilanza e trasparenza della Banca d'Italia in linea con le indicazioni di quest'ultima che mirano alla tutela del cliente. Ciò, ad esempio, al fine di valutare la rimborsabilità dei costi *recurring* e *up front*<sup>24</sup> in caso di estinzione anticipata del finanziamento oppure in materia di contratti bancari quadro c.dd. "monofirma", rispetto ai quali significativi sono stati negli ultimi anni i margini di "creatività" dell'Arbitro nel valutare i profili relativi ai rimedi applicabili, pervenendo financo all'applicabilità dell'istituto della nullità parziale di derivazione comunitaria (inventando la distinzione tra ordini a favore e ordini a sfavore del cliente). Tutto ciò in conformità con la relazione funzionale che intercorre tra Banca d'Italia e Arbitro<sup>25</sup>, indicativa di una *moderna* modalità di svolgimento della supervisione bancaria<sup>26</sup> in linea con i più recenti orientamenti della dottrina amministrativa che da tempo ha evidenzia-

---

<sup>23</sup> Per una rassegna delle decisioni adottate dall'ABF nel 2020 in materia di cessione del quinto e sugli altri temi sottoposti all'attenzione dell'Arbitro cfr. la *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario e Finanziario* per l'anno 2020, disponibile all'indirizzo [www.arbitrobancarioefinanziario.it](http://www.arbitrobancarioefinanziario.it).

<sup>24</sup> Il Collegio di coordinamento dell'ABF si è anche dimostrato il soggetto più "celere", all'indomani della Sentenza *Lexitor*, a fornire le proprie indicazioni interpretative a seguito delle modifiche normative intervenute successivamente alla pronuncia della Corte di Giustizia Europea (decisione n. 26525 del 17 dicembre 2019), che aveva aperto alla rimborsabilità dei costi *upfront*. L'ABF ha infatti stabilito che "*in applicazione della Novella legislativa di cui all'art. 11-octies, comma 2°, ultimo periodo, d.l. 25 maggio 2021, n. 73, convertito in legge n. 106 del 23 luglio 2021, in caso di estinzione anticipata di un finanziamento stipulato prima della entrata in vigore del citato provvedimento normativo, deve distinguersi tra costi relativi ad attività soggette a maturazione nel corso dell'intero svolgimento del rapporto negoziale (c.d. costi recurring) e costi relativi ad adempimenti preliminari alla concessione del prestito (c.d. costi up front). Da ciò consegue la retrocedibilità dei primi e non anche dei secondi, limitatamente alla quota non maturata degli stessi in ragione dell'anticipata estinzione, così come meglio illustrato da questo Collegio nella propria decisione n. 6167/2014*" (Collegio di Coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario, decisione n. 21676 del 15 ottobre 2021).

<sup>25</sup> Cfr. SOLDATI, *La terza riforma dell'Arbitro Bancario e Finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2020, 1541 ss.

<sup>26</sup> Intanto è ormai noto il nuovo significato assunto della trasparenza in senso moderno, da interpretarsi quale principio funzionale non solo a contrastare i fenomeni di asimmetria informativa (che, certamente, rappresentano oggi un rischio significativo connesso al commercio e alla circolazione dei prodotti bancari in continua evoluzione) ma altresì a prevenire i problemi di natura sistemica derivanti da una mal strutturata allocazione del rischio nell'attività bancaria, suscettibile di creare vuoti di responsabilità, fenomeni di sovraesposizione ed inefficienze.



to nel caso di specie la presenza dell’*“amministrazione che si fa giudice”* e che *“indirizza”* gli intermediari verso *trend/policy* di conformità che tengano conto delle indicazioni provenienti dai meccanismi di ADR, anticipando e rafforzando allo stesso tempo la tutela per la clientela (anche al di fuori del rimedio giudiziario)<sup>27</sup>.

Sotto altro profilo, rileva l’*enfasi* posta dalla dottrina sul binomio trasparenza-responsabilità, che caratterizza il *modello innovativo della tutela dell’investitore*. Ciò ricollegando le regole in materia di responsabilità non alla trasparenza intesa in senso formale (dare tutte le informazioni) ma ad una trasparenza in senso sostanziale che imponga all’intermediario di fare tutto ciò che è opportuno per assicurare una tutela *effettiva* al cliente (per prevenire i problemi di natura sistemica derivanti da una mal strutturata allocazione del rischio nell’attività bancaria, suscettibile di creare vuoti di responsabilità, fenomeni di sovraesposizione ed inefficienze) e, dunque, un contesto improntato a stabilità ed ordine<sup>28</sup>.

Occorre allora domandarsi se l’attuale meccanismo di risoluzione delle controversie (che, come ho detto, si articola in una bipartizione giurisdizionale e giustiziale) identifichi lo strumento idoneo a valutare solo episodici rapporti contrattuali ovvero perseguire fini sistemici di vigilanza.

Tale interrogativo è avvalorato dalla circostanza, già evidenziata,<sup>29</sup> che spesso le autorità nazionali di supervisione assumono una posizione di supina acquiescenza alle indicazioni delle autorità di supervisione europee, le quali – anche a causa della loro allocazione distante dalla realtà domestica – si muovono in una logica poco attenta al perseguimento degli interessi nazionali e, quindi, alle relative specificità.

---

<sup>27</sup> Cfr. MONTEDORO, *Mercato e potere amministrativo*, Napoli, 2010, p. 331. V. FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all’Arbitro Bancario e Finanziario*, in *Rass. Dir. Civ.*, 4/2019, p. 1069 ss.

<sup>28</sup> Sul punto v. PANCALLO, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Riv. trim dir. econ.*, 2020, 62 ss.

<sup>29</sup> In tal senso si è espresso Capriglione nella relazione in apertura dei lavori, dal titolo *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*.

È evidente come, in tale contesto, le ADR svolgano un significativo ruolo di supporto alle autorità di vigilanza nazionali nel perseguimento delle loro finalità. C'è da chiedersi, peraltro, se a seguito delle recenti crisi economico-finanziarie sia mutata la funzione di riequilibrio dei rapporti tra intermediari e clienti istituzionalmente propria delle ADR. A ben considerare, tale funzione permane inalterata in quanto ancora oggi l'ADR impronta il controllo a finalità di giustizia formale e sostanziale, attraverso un dialogo virtuoso tra i diversi attori dell'esperienza giuridica, secondo un approccio "pluralistico" dell'ordinamento e delle fonti del diritto<sup>30</sup>.

5. Venendo ad una prima conclusione, appare evidente come l'esperienza dell'ABF stia dimostrando una sempre più pregnante valorizzazione della sua funzione di assicurare (accanto alla protezione delle ragioni del cliente in un'ottica di tutela consumeristica) il corretto funzionamento del mercato bancario, funzione essenziale da attuare attraverso il corretto svolgimento delle attività negoziali nella prospettiva di conformare il mercato verso obiettivi di competitività e di stabilità e alimentare in tal modo la fiducia degli operatori.

La centralità delle decisioni dell'ABF e l'importanza delle funzioni svolte rendono "meno deboli i consumatori", i quali, tramite i loro reclami, possono far sentire la loro voce e riuscire ad influenzare i comportamenti degli intermediari

---

<sup>30</sup> Di "concorrenza" fra i diversi attori dell'esperienza giuridica parla TUCCI, *L'arbitro bancario e finanziario fra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2019, 623 ss. Secondo Capriglione, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR*, cit., possiamo ritenere ormai maturi i tempi per la riconduzione della tutela del cliente anche nell'alveo della complessiva azione di vigilanza mediante un intervento di modifica dell'art. 5 t.u.b. (cfr. sul punto anche BOCCUZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nel quadro dell'evoluzione della disciplina del rapporto banca-cliente*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2/2012, 100 ss.; di diverso avviso FEDERICO, *Il procedimento di attuazione davanti all'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 1068 ss.). Per vero, anche in merito alle disposizioni di vigilanza persistono alcune problematiche connesse all'affermarsi di nuove soggettività nel settore e ad un processo intenso di disintermediazione finanziaria: l'art. 127 t.u.b. sconta un retaggio storico fortemente orientato in senso soggettivo, posto che l'art.128-bis circoscrive l'azione dell'Arbitro ai soggetti di cui all'art.115 tt.u.b. Emerge un *vulnus* nell'azione di vigilanza nei confronti di quei soggetti che, pur non rientrando nel novero individuato dalla disposizione, partecipano a vario titolo nei rapporti con la clientela.

grazie alla stretta interazione dell'Arbitro con l'esercizio dei poteri di vigilanza<sup>31</sup>.

Se ne deduce che, complice la lunghezza dei tempi processuali, gli organi di risoluzione delle controversie si sono affermati come corpo intermedio operante a vari livelli, funzionale a creare un ponte tra la sistematicità e generalità della legislazione e la responsività e reattività della giurisdizione.

Ne è piena prova l'ampio utilizzo che i consumatori fanno dell'ABF, come dimostrato dagli oltre 30 mila ricorsi ricevuti nell'anno 2020, ridotti ai poco più di 22.000 nel 2021 (con una flessione del 28%)<sup>32</sup>.

Risulta, viceversa, in significativo aumento (+52%) il contenzioso in tema di servizi e strumenti di pagamento anche per effetto della maggiore diffusione dei pagamenti digitali, necessitata dall'emergenza sanitaria legata alla pandemia da Covid 19<sup>33</sup>. Tra i fattori che ne continuano a favorire la diffusione vanno, certamente, ricordati: il costo di attivazione decisamente modesto (20 euro), il raddoppio del limite di valore della controversia da 100 a 200mila euro, la relativa semplicità

---

<sup>31</sup> FAUCEGLIA, *op. cit.*, pag. 857 ss.; SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2018, p. 1373; ID, *Il ruolo dell'Arbitro bancario e Finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2017, 3 ss.

<sup>32</sup> Inoltre, nei primi tre mesi del 2022 i ricorsi all'Arbitro sono stati oltre 4.600, in sensibile riduzione rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente (-37 per cento). Sulla dinamica ha inciso la forte diminuzione delle controversie in tema di cessione del quinto dello stipendio e di buoni fruttiferi postali, compensata parzialmente dall'aumento dei ricorsi in altre materie come i bancomat e le carte di debito e credito; nei confronti di queste ultime si conferma un elevato tasso di cessazioni della materia del contendere.

<sup>33</sup> E continua il trend delle decisioni sostanzialmente favorevoli ai ricorrenti: si fa riferimento al 74%. In particolare, si è passati dai 3.409 ricorsi presentati (1.788 decisioni adottate) nel periodo intercorrente tra l'avvio dell'operatività dell'ABF (15 ottobre 2009) e il 31 dicembre 2010, ai 30.918 ricorsi presentati (oltre 27.400 decisioni) nell'anno 2020. Nell'anno 2021, l'esito è stato favorevole ai clienti con l'accoglimento totale o parziale delle richieste nel 48 % dei casi; nel 17 % dei casi è intervenuta la dichiarazione della cessazione della materia del contendere per l'accordo intervenuto tra le parti. Infine, in attuazione del protocollo d'intesa del marzo 2020, il 19 novembre 2021 si è tenuto il primo forum tra l'ABF e l'ACF, istituito presso la Consob, per prevenire l'insorgenza di conflitti interpretativi o incertezze nella delimitazione delle rispettive competenze. Si è rafforzata altresì la collaborazione con l'Ivass in vista della costituzione dell'Arbitro Assicurativo, anche attraverso scambi lavorativi tra il personale della Banca d'Italia e quello dell'Ivass e con la partecipazione di quest'ultimo a iniziative formative organizzate dalla Banca su tematiche di interesse comune. V. *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, n.12, luglio 2022.

procedurale e i tempi brevi di definizione della controversia, mediamente inferiori ai 5 mesi (137 giorni), soprattutto se paragonati a quelli del percorso della giurisdizione ordinaria. Va sottolineato altresì che le pronunce dell'ABF indirizzano anche le politiche interne delle banche, che vengono modificate per tenere conto degli orientamenti dell'Arbitro, che – specie se negativi - sono oggetto di monitoraggio generalizzato da parte degli enti creditizi.

A ciò si aggiunga che il principio di effettività della tutela dei diritti riconosciuto ai cittadini dai trattati europei rendono questi organi *dialoganti*<sup>34</sup>, vale a dire strumenti essenziali per garantire la unitarietà e la coerenza interna del sistema.

Avvalora tale conclusione il fatto che l'*agere* di questi organi tecnici è coerente con le indicate finalità di vigilanza anche in funzione prospettica, che non solo risolve la controversia, ma che fornisce delle coordinate interpretative metodologicamente rigorose e organiche con l'assetto normativo, che quindi potranno diventare *benchmark* per lo sviluppo della normativa successiva. Sicché, in prospettiva, essi svolgono un ruolo di armonizzazione del sistema nel suo complesso e possono assumere rilevanza non solo puntiforme ma anche sistemica, andando a costituire dei veri e propri elementi costitutivi (i cd. formanti del diritto<sup>35</sup>) nella realizzazione di un mercato stabile, efficiente e competitivo, per questo più sicuro.

Sicuramente un significativo monito in tal senso viene dalla decisione dell'ABF nel caso *Lexitor*, in occasione della quale il Collegio di coordinamento, in linea con la posizione espressa dalla Corte di Giustizia, ha privilegiato l'intento di garantire *“l'effettività del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del*

---

<sup>34</sup> V. ANNUNZIATA, *Developing Judicial Dialogue Between EU Courts: The Role of EU Banking Legislation*, in *San Diego International Law Journal*, July 2021.

<sup>35</sup> Si deve a Rodolfo Sacco la teoria dei formanti del diritto, per lo sviluppo del sistema giuridico; una sua prima versione è contenuta nel saggio *Le buts et les methodes de la comparaison du droit*, in *Rapporto nazionale italiano al IX Congresso internazionale di diritto comparato*, Teheran, 1974, p.119; successivamente v. SACCO, *Legal Formants: A Dynamic Approach to Comparative Law*, *Install. I-II*, in *American Journal of Comparative Law*, vol. 39, 1991, pp. 1-34; ID, *Introduzione al diritto comparato*, Utet, 1992.

*credito*” rispetto alla prassi tradizionalmente abbracciata dagli intermediari finanziari nella gestione dei costi connessi all’estinzione dei contrasti di finanziamento, promuovendo la diretta applicazione del diritto comunitario e nei fatti anticipando l’azione del legislatore nazionale successivamente avvenuta con il D.L. 25 maggio 2021, n. 73 (“*Decreto Sostegni-bis*”) e con la riformulazione dell’art. 125-*sexies* del Testo Unico Bancario<sup>36</sup>.

Processi analoghi, invero, non si riscontrano esclusivamente in ambito nazionale: la recente decisione del *Board of Appeal* dell’ESMA nel caso *Scope Ratings*<sup>37</sup> in merito all’interpretazione della *Credit Rating Agencies Regulation* con riferimento alle metodologie di sviluppo dei *rating* ben evidenzia come anche a livello comunitario possa riscontrarsi tale attività di interpretazione *alternativa* da parte degli organi tecnici in sede di risoluzione delle controversie<sup>38</sup>.

6. Volendo concludere può dirsi che le modalità tecniche che si rinvergono nell’ABF segnano una tendenza inversa al processo di *bottom up* che ha mosso la centralizzazione dell’attività di vigilanza presso le istituzioni europee all’indomani della crisi. Ciò nel senso che l’ABF e l’ACF, stante la loro natura di corpi intermedi, consentono di recuperare quella vicinanza agli intermediari disciplinati e alla realtà di mercato (che per decenni ha caratterizzato l’essenza dell’attività di supervisione). La vicinanza deve essere conoscenza degli intermediari e dei territori; solo così si possono attuare i principi di sussidiarietà e proporzionalità. In estrema sintesi,

---

<sup>36</sup> In arg. v., tra gli altri, NATALE, “*Lexitor*” e diritto italiano: verso la resa dei conti, in *Il Foro italiano*, 2022, 357 ss.; ALPA, *Il caso Lexitor e l’estinzione anticipata del debito nel rapporto di credito al consumo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 220 ss.

<sup>37</sup> *Decision given by the Board Of Appeal Of The European Supervisory Authorities under Article 60.2 Regulation (EU) No 1095/2010 and the Board of Appeal’s Rules of Procedure (BoA 2019 04) in the appeal case brought by Scope Ratings GmbH against The European Securities and Markets Authority, Ref.: 2020-D -0, 28 dicembre 2020.*

<sup>38</sup> Cfr. VEIL, *The Future of European Financial Supervision. Scope Ratings v Esma: a decision from the ESAs Joint Board of Appeal on credit rating agencies*, relazione tenutasi il 14 aprile 2022 presso l’Università Luiss Guido Carli.

l'ABF va collocato tra le forme indirette di controllo che l'autorità di vigilanza può esercitare sugli intermediari, la cui funzione per certi versi è assimilabile a quella della *moral suasion*<sup>39</sup>. L'altissima adesione alle decisioni dell'Arbitro testimonia l'effettività di tale *moral suasion* e la "vicinanza" degli interessi della vigilanza a quelli degli intermediari, spinti dalla necessità di non incrinare la fiducia percepita dal mercato.

Sicuramente, è importante capire le ragioni alla base di questo fenomeno. Oltre ad essere interessante dal punto di vista del principio di sussidiarietà<sup>40</sup>, il ricorso alle autorità nazionali ha favorito uno sperimentalismo rimediale che ne ha valorizzato il ruolo innovativo: essendo più rapide delle autorità europee, nonché meno "vincolate" dal punto di vista geopolitico, le autorità nazionali dispongono di un più ampio margine interpretativo; inoltre, essendo più vicine al territorio, le medesime autorità sono in grado sovente di valorizzare le specificità e le sensibilità giuridiche della propria realtà nazionale, potendo di conseguenza elaborare interpretazioni innovative e/o alternative (più efficaci ed efficienti) per casi analoghi, che saranno successivamente sottoposte al vaglio comune degli organi comunitari.

Per concludere, ci si può chiedere se l'ABF dando vita a soluzioni di significativa trasparenza (grazie alla vicinanza con le parti), sviluppi una sorta di sperimentalismo creativo<sup>41</sup> nell'ambito dell'interazione tra supervisione e mercato che si individua ogniqualvolta il dettato normativo non appare in grado di disciplinare con

---

<sup>39</sup> Il fatto che la segreteria dell'organo di vigilanza rende pubblica non solo l'eventuale inottemperanza alla decisione, ma anche la mancata cooperazione al funzionamento della procedura da parte dell'intermediario, rende chiaro che la decisione dell'ABF è destinata ad incidere essenzialmente sulla immagine e sulla reputazione dell'intermediario; da qui i significativi effetti di *moral suasion* che le misure predette esercitano sul sistema bancario. TUCCI, *L'arbitro bancario finanziario fra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.5, 2019, p. 623

<sup>40</sup> Sul punto ampiamente LA FATA, *Sussidiarietà e risoluzione delle controversie bancarie. Il modello dell'ABF*, Napoli, 2020.

<sup>41</sup> Attraverso la ricostruzione di formule originali muovendo da un'interpretazione *effect-based* del dato normativo.

efficacia gli interessi sottesi alle situazioni giuridiche che emergono nei reclami<sup>42</sup>. Abbiamo, del resto, già alcuni “indizi” della possibilità da parte dell’ABF di svolgere questo ruolo, come è dato desumere ad esempio nelle fattispecie in materia di nullità parziale di ordini eseguiti a seguito della conclusione di un contratto quadro di intermediazione nullo<sup>43</sup>.

Per vero, una risposta affermativa a tale interrogativo, per quanto ipotizzabile, non risulta priva di criticità.

L’idea di una funzione creativa dell’ABF (ma il discorso in parte varrebbe anche qualora si parlasse della Banca d’Italia) pone al centro del dibattito la necessità di capire fino a che punto questa commistione possa risultare rispettosa della separazione dei poteri o se, superato un certo limite, sia opportuno rimettere al legislatore la scelta su come disciplinare un determinato fenomeno. In coscienza, però, dei tempi e dei limiti che ciò comporta.

Si tratta, invero, di un tema che offre interessanti profili di similarità rispetto ad un processo già verificatosi in passato, avente ad oggetto il rapporto di interdipendenza tra Autorità Nazionali della Concorrenza (ANC) e Commissione europea nell’attuazione del diritto *antitrust* comunitario. Se, infatti, nell’applicazione del diritto della concorrenza nel territorio dell’Unione (in parte analogamente a quanto sembra avvenire oggi per quanto riguarda il tema che qui ci occupa) si è osservata – a fronte delle difficoltà palesatesi nel ricorso ad una gestione fortemente accentrata da parte della Commissione – la progressiva assunzione di un ruolo di primo

---

<sup>42</sup> Sulle modalità di operare della giurisprudenza nazionale e europea LIPARI, *Ancora sull’abuso del diritto. Riflessioni sulla creatività della giurisprudenza*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2017, 33; sul nuovo corso della stessa verso una interpretazione creatrice. Su questo sviluppo come concorso di colpa del legislatore v. DAVOLA, *“E il Titano fuggì con il fuoco, e ne fece dono agli uomini”*: dall’Arbitrio per le controversie finanziarie le prime applicazioni dei principi enunciati dalla Cassazione in merito all’azione di nullità selettiva e all’*exceptio doli generalis dell’intermediario*, in *Il Foro italiano*, 2020, 2919 ss.

<sup>43</sup> Sulla nullità selettiva v. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 543 ss. e DAVOLA, *op. ult. cit.*, 2922.



piano da parte delle ANC<sup>44</sup> a partire dall'emanazione del Regolamento 1/2003<sup>45</sup>, allo stesso modo bisogna evidenziare come tale processo abbia evidenziato, nel corso del tempo ed al fianco di un indubbio efficientamento nella supervisione *antitrust*, una serie di criticità strutturali che ad oggi hanno portato, nuovamente, ad un rafforzamento del ruolo di coordinamento (fattuale ed interpretativo) della Commissione attraverso l'attuazione della Direttiva ECN+<sup>46</sup>.

Ciò posto, *mutatis mutandis*, non può tralasciarsi di considerare che la creatività del diritto giurisprudenziale assume attraverso l'ABF una significativa valenza rispetto al dato normativo. L'azione di questi aggregati giudicanti abbraccia risoluzioni in chiave fortemente equitativa delle controversie, per cui l'ABF avvalendosi della propria spiccata competenza tecnica finisce con l'assolvere ad una funzione giurimetrica nel valutare se sussistono i presupposti idonei per la salvaguardia del cliente (come nel caso delle già menzionate decisioni in materia di contratti quadro di intermediazione).

In questo senso – e valorizzando l'insegnamento derivante dall'esperienza maturata nel diritto della concorrenza – appare evidente come la valorizzazione di un approccio decentrato alla gestione delle controversie, pur favorendo un'indubbia accelerazione delle modalità di risoluzione delle stesse (e, dunque, dell'accesso alla giustizia) nel breve periodo, implichi in un orizzonte più ampio il rischio di una frammentazione delle tutele e dell'introduzione di elementi di ete-

---

<sup>44</sup> Cfr., al riguardo, MONTI, *Independence, Interdependence, and Legitimacy: The EU Commission, National Competition Authorities, and the European Competition Network*, in D. Ritleng (a cura di), *Independence and legitimacy in the institutional system of the European Union*, Oxford, Oxford University Press, 2016, p. 205.

<sup>45</sup> Regolamento (CE) n. 1/2003 del Consiglio, del 16 dicembre 2002, concernente l'applicazione delle regole di concorrenza di cui agli articoli 81 e 82 del trattato.

<sup>46</sup> Direttiva (UE) 2019/1 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, che conferisce alle autorità garanti della concorrenza degli Stati membri poteri di applicazione più efficace e che assicura il corretto funzionamento del mercato interno, PE/42/2018/REV/1. In tema v. DAVOLA, *L'AGCM e i rapporti di interdipendenza con la Commissione Europea: Riflessioni sul ruolo delle Autorità Nazionali della Concorrenza a partire dalle evoluzioni normative e giurisprudenziali nel mercato digitale*, in corso di pubblicazione in *Diritto Costituzionale*, 2022, 2.



rogeneità all'interno dei processi decisionali i quali, pur se ispirati da considerazioni di carattere equitativo, non possono prescindere da una rigorosa attinenza alla *littera legis* e da una coerenza interpretativa necessaria a favorire non solo la celere applicazione, ma altresì la certezza del diritto a beneficio degli individui e della complessiva tenuta del sistema. Di tale esigenza, già ampiamente recepita all'interno del sistema *antitrust* – specialmente considerando come l'armonizzazione delle regole e della loro applicazione rappresenti un presupposto ineludibile della concorrenzialità<sup>47</sup> – nonché oggetto di recente indagine critica altresì in altre aree del diritto<sup>48</sup>, appare forse opportuno avvedersi altresì nell'ambito della valutazione critica delle prassi dell'Arbitro Bancario e Finanziario, tenuto ontologicamente a decisioni secondo diritto, applicando la giurisprudenza della Corte di Cassazione<sup>49</sup>.

In questo senso, ci si ricollega al discorso fatto in apertura: quale è il modello da favorire nell'attuale situazione, all'indomani delle crisi economiche? Probabilmente, ad oggi, un sistema come quello dell'ABF, certamente esposto a rischi di eterogeneità derivanti dalle possibili differenze esistenti tra le prassi delle autorità degli Stati Membri, ma al contempo più vicino alle parti, più reattivo, e comunque dotato di un solido comparto di competenze di tipo tecnico, sembra idoneo a rispondere alle esigenze più pressanti derivanti dall'onda lunga della crisi (pandemica) e dai caratteri del contenzioso da essa derivante.

Una volta superata questa fase, viceversa, emergerà con maggiore preponderanza l'esigenza di armonizzazione e, conseguentemente, una ri-centralizzazione

---

<sup>47</sup> Cfr. MALINAUSKAITE. *Harmonisation of EU competition law enforcement*, Springer, 2022, *passim*.

<sup>48</sup> V. le riflessioni di ALPA in occasione della tavola rotonda su *La supervisione finanziaria: quali prospettive*, tenutasi in occasione del convegno su *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, Capri, 19 giugno 2022.

<sup>49</sup> La dottrina è unanime sul punto, trovando altresì conforto già in Banca d'Italia, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario – anno 2011*, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it); nonché nelle indicazioni fornite dall'Arbitro stesso: cfr. <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/footer/faq/>.

quantomeno delle prassi (se non direttamente dei *corpora* di riferimento) ad opera delle autorità dell'Unione.

Volendo provare a fare un esercizio di immaginazione, in un sistema ideale possiamo ipotizzare la centralità del ruolo dell'ABF come un pendolo, che oscilla tra una conduzione di maggiore e una di minore autonomia all'interno della ciclicità esistente tra una crisi e l'altra, utilizzando come indice indiretto l'ammontare dei contenziosi. Nelle fasi di "picco" (corrispondenti al manifestarsi degli effetti della crisi), il sistema dovrà favorire il ricorso all'ABF e, più in generale, agli organismi maggiormente vicini alle realtà degli Stati membri e in grado di dare risposte tempestive laddove, con il ridursi degli effetti delle crisi, la diminuzione dei contenziosi e (l'auspicabile) intervento del legislatore, il sistema dovrebbe risultare in grado di tendere nuovamente verso una maggiore armonizzazione e centralità valorizzando il ruolo delle autorità di supervisione comunitarie.

Infine, non può sottacersi di considerare altresì che, a mio avviso sul piano concreto, l'ABF e l'ACF - per l'importanza delle funzioni svolte e in virtù del principio di sussidiarietà e proporzionalità di cui si è detto (da applicare non solo alla regolamentazione ma anche alle modalità di esercizio della vigilanza) – possono intervenire sull'eccessiva forza dirompente della regolazione comunitaria, dando un contributo che è funzionale al perseguimento di una "giustizia giusta"<sup>50</sup> del caso concreto<sup>51</sup>.

**Mirella Pellegrini**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università Luiss G. Carli di Roma*

---

<sup>50</sup> V. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'Adr*, cit., pp. 261 ss.

<sup>51</sup> VITERBO, *Il controllo di abusività delle clausole nei contratti bancari con i consumatori*, Napoli, 2018, p.169

## VERSO LA CENTRALIZZAZIONE DELLA SUPERVISIONE ANTIRICICLAGGIO? \*

*(Towards the centralization of Anti-Money Laundering Supervision)*

**ABSTRACT:** *On 20 July 2021 the European Commission adopted a "package" composed of four proposals to reform the current Anti-Money Laundering and Countering Terrorism Financing (AML-CTF) regulatory framework. The analysis focuses, in particular, on the proposal of a regulation establishing a new centralised authority to cope with these criminal phenomena, highlighting similarities and differences between the proposed new "AML-CTF framework" and the Single Supervisory Mechanism implemented with the Banking Union.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Il “pacchetto” di provvedimenti in corso di approvazione. – 3. (Segue) Le opzioni disponibili. – 4. Compiti e poteri dell’AMLA, specie con riguardo ai soggetti obbligati selezionati. – 5. I poteri di supervisione indiretta. – 6. Un’ulteriore considerazione di raffronto tra MVU e nuovo “sistema AML”: la rilevanza presumibilmente inferiore in ambito antiriciclaggio rispetto alla vigilanza bancaria della contiguità fisica tra l’autorità pubblica e l’oggetto dell’attività di supervisione. – 7. L’attribuzione ad AMLA di compiti di coordinamento e di sostegno delle FIU: un rapido cenno. – 8. Una sede italiana per AMLA?

1. Il percorso evolutivo della legislazione dell’Unione Europea finalizzata a contrastare il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo ha superato la soglia dei trent’anni. Molti ricorderanno infatti che la c.d. prima direttiva in materia, la n. 308, era del 1991; si trattò, tra l’altro, di un provvedimento ampiamente mutuato dalla legislazione italiana dell’epoca, la quale ebbe a sua volta come padre putativo Giovanni Falcone, di cui proprio nelle scorse settimane si è celebrato il trentesimo anniversario della barbara uccisione.

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

Come ben noto, a seguito delle molteplici modifiche che si sono susseguite nel corso di questo ormai lungo arco di tempo, a livello unionale il quadro giuridico in materia è oggi costituito dalla c.d. Quarta direttiva, la n. 2015/849, come modificata dalla Quinta, n. 2018/843, nonché dal regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi.

Si tratta, per vero, di una “coppia” di provvedimenti che rappresenta sì una legislazione piuttosto avanzata, ma che ciò nonostante deve fare i conti con alcuni dati oggettivi e con taluni limiti intrinseci. Un primo dato oggettivo è di tipo *quantitativo* e lo possiamo ricavare, ad esempio, da uno studio condotto dall’Europol nel 2017 che ha stimato il valore complessivo delle attività finanziarie sospette nell’1% del PIL annuo dell’UE, pur ovviamente con significative differenze da Paese a Paese<sup>1</sup>: le perduranti considerevoli dimensioni del fenomeno che si intende contrastare attestano cioè in modo inequivocabile come, nonostante la comprovata efficacia degli strumenti approntati, purtroppo la strada da percorrere sia ancora lunga. Una seconda constatazione è invece di tipo *qualitativo* ed attiene alla duplice tendenza della criminalità da un lato ad assumere connotati sempre più transnazionali, dall’altro a sfruttare ai propri fini l’evoluzione tecnologica, costringendo quindi sia i regolatori che gli investigatori necessariamente a “inseguire” fenomeni nuovi: basti soltanto pensare alle sfide poste dalle criptoattività.

Orbene, se su quest’ultimo fronte già le ultime due direttive hanno cercato di assumere le prime misure di contrasto, viceversa sul versante della lotta alla crescente transnazionalità del riciclaggio occorre ammettere che lo strumento principale al quale ci si continua ad affidare è quello della *collaborazione* tra le Autorità nazionali, ma che nel contesto attuale tale approccio è probabilmente divenuto oramai insufficiente, non fosse altro perché privo di una adeguata visione di

---

<sup>1</sup> EUROPOL, Financial Intelligence Group, *From suspicion to action: Converting financial intelligence into greater operational impact*, Luxembourg, 2017, [https://www.europol.europa.eu/sites/default/files/documents/ql-01-17-932-en-c\\_pf\\_final.pdf](https://www.europol.europa.eu/sites/default/files/documents/ql-01-17-932-en-c_pf_final.pdf).

insieme del fenomeno che si vuole contrastare ed anche perché giocoforza lento se raffrontato alla rapidità con la quale sempre più spesso vengono realizzate le operazioni di riciclaggio transfrontaliere.

Siamo in presenza, appunto, di limiti intrinseci che è divenuto necessario non trascurare. A questo riguardo, la Relazione che accompagna la proposta di regolamento di cui ora andremo a dire tratteggia una situazione tutt'altro che lusinghiera. Si prende atto, infatti, che nei singoli Stati membri la qualità e l'efficacia delle azioni di supervisione non sono uniformi, sia nei metodi che nella loro incisività sul piano concreto. Sul punto, la Relazione non fa sconti ed a tratti è addirittura impietosa, come ad esempio quando afferma senza giri di parole che «*i supervisori AML/CFT nazionali potrebbero non essere sempre disposti a impiegare l'intera serie di poteri disponibili*»<sup>2</sup>: di fronte a questo tipo di resistenze, non c'è normativa che si ponga sul piano della collaborazione tra le Autorità nazionali che possa tenere il passo sul piano dell'efficacia.

Tutto ciò – aggiunge lo stesso documento – si traduce in un «*approccio frammentato*», che non mette «*in grado di individuare tempestivamente le tendenze e le tipologie di eventi a livello di Unione*».

I riflessi negativi si manifestano peraltro anche dalla prospettiva della variegata platea dei soggetti *destinatari* delle prescrizioni antiriciclaggio (ossia i c.d. «*soggetti obbligati*»), in particolare per quelli di dimensione o a marcata operatività sovranazionale, dal momento che la pluralità di Autorità nazionali con le quali costoro devono interloquire (non si può trascurare infatti che in materia vige il principio dell'*host country control* e non quello generale che pone in prima linea l'Autorità dello Stato membro di origine), la normativa si ormai ampiamente armonizzata ma comunque ancora formalizzata in provvedimenti su base nazionale

---

<sup>2</sup> *Relazione alla Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che istituisce l'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010, (UE) 1095/2010, COM (2021) 421 final, 20 luglio 2021, p. 3.*

(si pensi, da noi, al D.Lgs. n. 231/2007) e, come si è appena detto, gli approcci di supervisione di fatto diversificati da paese a paese, determinano per gli operatori carichi di lavoro e costi aggiuntivi, con indiretti riflessi negativi anche sul piano della loro competitività a livello globale.

2. Le considerazioni che precedono sono alla base di un percorso di riflessione a livello eurounionale che ha portato la Commissione dapprima, il 7 maggio 2020, ad elaborare un piano d'azione per una politica integrata dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo, piano di lì a breve valutato positivamente sia dal Parlamento<sup>3</sup> che dal Consiglio<sup>4</sup>, e soprattutto in seguito, il 20 luglio 2021, a presentare quello che potremmo definire un vero e proprio “pacchetto” di iniziative legislative, pacchetto che qualora approvato è destinato ad imprimere una svolta di non poco conto alla legislazione europea in materia.

Per chi volesse cimentarvisi, potremmo dire che sulla ideale carta geografica dello studioso appaiono nuove verdi praterie ancora tutte da esplorare. Ci troviamo di fronte infatti ad un progetto non solo articolato, in quanto si compone di quattro proposte, ma anche piuttosto corposo, poiché si dipana in qualche centinaio di articoli. In particolare, il pacchetto in parola prevede:

- 1) un nuovo regolamento teso a stabilire un *corpus* normativo unico in materia AML/CFT<sup>5</sup>. Si tratta, potremmo dire, di una sorta di *upgrade*, nel senso che vengono trasfuse in un regolamento molte prescrizioni finora dettate

---

<sup>3</sup> *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 luglio 2020 su una politica integrata dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo — piano d'azione della Commissione e altri sviluppi recenti (2020/2686(RSP)), P9\_TA(2020)0204.*

<sup>4</sup> *Conclusioni del Consiglio in materia di antiriciclaggio e di contrasto del finanziamento del terrorismo, 5 novembre 2020, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12608-2020-INIT/it/pdf>.*

<sup>5</sup> *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, COM(2021) 420 final.*

a livello di direttiva: in questo modo si compie un primo sforzo significativo nella direzione del superamento di quella perdurante frammentazione della legislazione primaria a livello nazionale che ho appena stigmatizzato. Va osservato che il regolamento in questione dovrebbe raccogliere, secondo le testuali parole della Relazione che accompagna questa specifica proposta, «*tutte le norme applicabili al settore privato*»<sup>6</sup> (ad esempio quelle in tema di adeguata verifica della clientela); non pertanto, per le ragioni che subito vedremo, quelle che riguardano viceversa il contrasto del fenomeno affidato alle Pubbliche autorità, specie sul fronte della supervisione. La Relazione accompagnatoria, peraltro, ha cura di precisare che la proposta non si limita a questa opera di trasferimento, ma apporta anche modifiche sul piano sostanziale. Tra queste, sempre soltanto per esemplificare, l'elenco dei soggetti obbligati è stato ampliato per includere i fornitori di servizi per le criptoattività” e le piattaforme di *crowdfunding*, con l'obiettivo di mitigare le nuove tipologie di rischi che emergono in relazione a tali attività; sono stati chiariti gli obblighi e i requisiti relativi a politiche, controlli e procedure interni, anche nel caso di gruppi; le misure di adeguata verifica sono state rese più dettagliate; per converso, gli obblighi relativi alle persone politicamente esposte sono divenuti oggetto di chiarimenti di minore entità e sono stati altresì semplificati gli obblighi in materia di titolarità effettiva; sono stati chiariti gli indicatori che fanno sorgere sospetti nella prospettiva della segnalazione delle operazioni sospette; soprattutto, sono state rafforzate misure volte a mitigare l'uso degli strumenti al portatore ed è stata inserita una disposizione che limita l'uso di denaro contante per le operazioni di importo elevato (sul punto ancora una volta, pertanto, la legislazione italiana sembra aver “fatto scuola”);

---

<sup>6</sup> Relazione alla proposta ult. cit., p. 2.

- 2) una direttiva, che sarà quindi la Sesta, che integra il regolamento di cui si è ora detto<sup>7</sup>. Questa seconda iniziativa cerca di agire sul piano della convergenza delle prassi dei supervisori e delle *Financial Intelligence Units* nazionali (FIU), in particolare incentivando l'armonizzazione dell'approccio di supervisione basato sul rischio mediante l'implementazione di uno strumento comune di categorizzazione dei rischi (in modo da evitare interpretazioni divergenti del rischio in situazioni comparabili) e prevedendo un'interconnessione dei registri dei conti bancari;
- 3) una rifusione del regolamento (UE) 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano il trasferimento di fondi e determinate cripto-attività<sup>8</sup>;
- 4) infine, un ulteriore regolamento – quello sul quale vorrei riflettere con voi nel prosieguo – «che istituisce l'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo»<sup>9</sup> (il cui acronimo dovrebbe essere AMLA), sicché la parte, per così dire, più marcatamente pubblicistica della disciplina antiriciclaggio (relativa cioè all'architettura della supervisione) troverebbe spazio in questo ultimo provvedimento.

Va precisato che il “pacchetto” di cui ci parla si presenta apertamente come «un unico insieme coerente»<sup>10</sup>, per cui rischierebbe di risultare fuorviante valutare in sé solo uno dei provvedimenti destinati a comporlo senza inquadrarlo nel contesto più generale che comprende anche tutti gli altri. Dall'operatività congiunta delle diverse misure potranno prodursi infatti utili sinergie: è evidente, ad esempio, che la presenza in un regolamento di norme AML/CFT, non solo direttamente ap-

---

<sup>7</sup> Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che abroga la direttiva (UE) 2015/849, COM(2021) 423 final.

<sup>8</sup> Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e determinate cripto-attività (rifusione), COM(2021) 422 final.

<sup>9</sup> V. *supra*, nota 2.

<sup>10</sup> Relazione alla proposta di regolamento COM(2021) 421 final, cit., p. 5.



plicabili ma anche con un livello di dettaglio maggiore rispetto alla direttiva AML/CFT esistente, non soltanto promuoverà la convergenza delle prassi di supervisione e applicazione negli Stati membri, ma fornirà altresì norme che l'istituenda Autorità potrà applicare in veste di supervisore diretto di taluni dei soggetti obbligati.

Ferma dunque questa necessaria visione d'insieme, come anticipato di qui in avanti ci concentreremo esclusivamente sul quarto e ultimo tassello di questo mosaico di riforme in materia antiriciclaggio che l'Unione Europea ha composto e sta per inaugurare, peraltro con un approccio che – non fosse altro per la tirannia del tempo a disposizione – almeno in alcuni punti non potrà non limitarsi ad una presentazione di carattere sostanzialmente descrittivo.

3. Nella parte della Relazione accompagnatoria della proposta dedicata alla valutazione di impatto si legge che nel corso dei lavori sono state prese in considerazione quattro possibili ipotesi, che vengono citate secondo un ordine crescente di travaso di competenze verso la istituenda Autorità:

- lasciare affidata la supervisione antiriciclaggio a livello nazionale e lasciare altresì incaricata l'Autorità bancaria europea di controllare tale supervisione nel settore finanziario (in pratica, come già ora previsto dal regolamento (UE) 2019/2175 che ha rivisto l'assetto delle competenze delle autorità europee di vigilanza);
- l'istituzione di una sorveglianza *indiretta*, a livello centralizzato, su tutti i soggetti obbligati;
- l'affidamento alla novella Autorità di poteri di supervisione *diretta* su determinati soggetti obbligati, con poteri invece di supervisione soltanto *indiretta* su tutti gli altri;
- l'accentramento in capo ad AMLA – quindi a livello europeo – della supervi-

sione antiriciclaggio nei confronti di tutti i soggetti obbligati.

Tra queste quattro possibili opzioni, la scelta della proposta è caduta sulla terza, orientandosi cioè per una combinazione di poteri di supervisione diretta e di supervisione indiretta affidati ad una agenzia decentrata di nuova istituzione.

Dico subito che a mio sommesso avviso questa scelta di fondo merita di essere valutata positivamente, anche se personalmente mi convincono solo in parte le *motivazioni* addotte che si traggono dalla Relazione accompagnatoria della proposta.

Ho già avuto modo di evidenziare, infatti, che a mio parere l'approccio basato esclusivamente sulla collaborazione tra le FIU (e le Autorità di vigilanza di settore) ha ormai dimostrato di avere purtroppo il fiato corto di fronte alle sfide poste dalla crescente globalizzazione della finanza (o almeno dalla crescente transnazionalità dei flussi della ricchezza) e dall'impiego massivo delle nuove tecnologie digitali da parte della criminalità economica: a fenomeni con queste caratteristiche e di questa portata si può sperare di rispondere o, quanto meno, con una decisa azione di *coordinamento* che si affianchi alle varie forme di *collaborazione* attive da tempo (ma già questo implicherebbe allora l'individuazione di un coordinatore, esistente o di nuova istituzione che fosse), oppure con l'*accentramento* di alcune funzioni in capo ad un ente in grado di assicurare una visione di insieme e una capacità di azione più ampie di quelle che possono mettere in campo per ragioni intrinseche le singole autorità nazionali. La proposta di regolamento si muove in quest'ultima direzione, rompendo dunque maggiormente con il passato ma con l'aspettativa – che a me pare fondata – di risultati ben più promettenti sul piano della concretezza di risultati.

Dove invece nutro qualche perplessità è non tanto sul piano della scelta concreta di istituire una nuova Autorità anziché ampliare o potenziare i compiti e i poteri di Autorità esistenti, *in primis* dell'Autorità bancaria europea (o, al limite,

anche della stessa BCE, nemmeno mai evocata a questi fini nella Relazione), quanto soltanto e più limitatamente con riguardo, come detto, a talune delle argomentazioni portate a sostegno di tale scelta. Poco convincenti mi paiono, in particolare, le ragioni fondate sulle «specificità del modello di governance dell'ABE», che avrebbero richiesto – si legge nella relazione – «un doppio modello decisionale, uno per le funzioni esistenti diverse dall'antiriciclaggio e un altro per i soli compiti di antiriciclaggio»: si tratta infatti, di per sé, di questioni che avrebbero potuto comunque trovare agevole e pragmatica soluzione con opportuni interventi correttivi agli assetti organizzativi attuali dell'ABE.

Ben più fondato invece – e a mio avviso decisivo – è il rilievo che «gli effetti sinergici sarebbero stati molto limitati dato che l'ABE non dispone di supervisione diretta di soggetti e dovrebbe sviluppare le competenze pertinenti, non soltanto per il settore finanziario ma anche per quello non finanziario». A dire il vero, non mi pare che sia principalmente una questione di sinergie giudicate insufficienti, quanto piuttosto dell'assenza in capo all'ABE di una *expertise* adeguata in termini di supervisione diretta; tuttavia va anche aggiunto che se si fosse in presenza solo di questo, forse anziché all'ABE si sarebbe potuto guardare (o si potrebbe guardare) alla BCE. Il punto centrale a me sembra un altro. La legislazione antiriciclaggio, nata avendo come destinatari quasi esclusivi le banche e gli altri intermediari finanziari non bancari (in quanto soggetti per i quali il denaro è la “materia prima” della loro attività), nel corso degli anni ha progressivamente e notevolmente ampliato la propria sfera di applicazione, arrivando ad interessare una platea alquanto eterogenea di destinatari (si pensi ad esempio ai professionisti legali e contabili): centralizzare funzioni in materia antiriciclaggio in capo ad un soggetto (ABE o BCE che sia) iscritto nel Sistema Europeo di Vigilanza sull'Intermediazione Finanziaria (SEVIF) avrebbe dunque implicato assegnare all'Autorità prescelta funzioni che avrebbero travalicato non poco l'ambito bancario (Autorità *bancaria* europea o Banca Centra-

le Europea). Non tragga in inganno che in alcuni ordinamenti europei, le agenzie nazionali antiriciclaggio sono promanazione della banca centrale nazionale<sup>11</sup> se non anche dell'autorità di vigilanza bancaria, come proprio nel caso dell'Italia con l'UIF<sup>12</sup>, dal momento che quando anche ciò accade l'agenzia gode di ampia autonomia rispetto all'autorità di vigilanza/banca centrale; per di più, se guardiamo al nostro assetto domestico, non possiamo trascurare che anche sul piano fattuale già da tempo l'Ufficio Italiano dei Cambi – predecessore dell'UIF – aveva maturato una notevole esperienza nel monitoraggio dei flussi di denaro anche nei confronti di soggetti diversi dalle banche.

Per questo insieme di ragioni io mi sentirei dunque di condividere l'orientamento risultato “vincitore” nella proposta in discussione, quello cioè che ha portato a suggerire la nascita di una nuova agenzia decentrata specializzata nella lotta al riciclaggio del denaro e al finanziamento del terrorismo: vero è, come si legge nel 9° considerando, che *«la metodologia di supervisione che sarà sviluppata dall'Autorità dovrebbe essere complementare agli orientamenti e agli altri strumenti sviluppati dall'Autorità bancaria europea che specificano gli approcci delle autorità di vigilanza prudenziale in relazione alla considerazione di rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo nella vigilanza prudenziale, al fine di assicurare un'efficace interazione tra la vigilanza prudenziale e la supervisione AML/CFT»*, ma complementarità non significa sovrapposizione di funzioni eterogenee né l'interazione tra vigilanza prudenziale e supervisione antiriciclaggio passa necessariamente per un accentramento sul piano soggettivo.

4. Entrando più nel merito della proposta, il nuovo regolamento prevede dunque l'istituzione di una nuova «Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanzia-

---

<sup>11</sup> Così in Spagna, con il SEPBLAC, *Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias*.

<sup>12</sup> È l'approccio adottato anche dalla FIAU, *Financial Intelligence Analysis Unit*, a Malta.

mento del terrorismo» (AMLA) a partire dal 1° gennaio 2023, anche se la sua operatività dovrebbe prendere avvio un anno dopo e diventare piena soltanto nel 2026.

L'art. 1 ne indica l'obiettivo essenziale, condensato nella protezione dell'interesse pubblico, della stabilità del sistema finanziario dell'Unione e nel buon funzionamento del mercato interno prevenendo l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, contribuendo ad individuare e valutare i rischi relativi, assicurando una supervisione di qualità elevata nella lotta a questi due fenomeni in tutto il mercato interno, cooperando alla convergenza in materia di supervisione e all'armonizzazione delle prassi nell'individuazione di flussi di denaro o attività transfrontalieri sospetti, sostenendo e coordinando lo scambio di informazioni tra le FIU e tra le FIU e le altre autorità competenti.

A tali fini – questo il cuore della riforma – i compiti dell'Autorità vengono ricondotti a tre categorie principali:

- 1) supervisione *diretta* di alcuni soggetti obbligati selezionati del settore finanziario;
- 2) supervisione *indiretta* di soggetti obbligati afferenti tanto al settore finanziario quanto a quello non finanziario, attraverso la sorveglianza di supervisori o di organi di autoregolamentazione;
- 3) un meccanismo di *coordinamento e sostegno* per le unità di informazione finanziaria dell'UE.

Ne deriva quello che il titolo della Sezione 2 del Capo II definisce espressamente un «*sistema di supervisione AML/CFT*». Al riguardo, mi sembrano assai pregnanti i due termini che compongono questa locuzione («sistema» e «supervisione»): innanzitutto, come sottolineato con enfasi anche nel 12° *considerando*, il regolamento intende istituire infatti quello che dovrebbe diventare un vero e proprio «sistema» (si noti l'identità terminologica con l'opzione di fondo della *Banking*

*Union*, che ha portato parimenti alla nascita di un “sistema” europeo di supervisione sugli intermediari e sui mercati *lato sensu* finanziari), sistema che dovrebbe recare tra i tanti effetti anche forme di assistenza reciproca, distacchi di personale, scambi di buone prassi; al tempo stesso, il nuovo impianto regolamentare richiama strumenti che connotano da tempo la vigilanza bancaria e finanziaria, cosicché è significativo ed evocativo anche il ricorso al lemma «supervisione». Vedremo peraltro tra breve che se tra SEVIF “e dintorni” e nuovo “sistema antiriciclaggio” è possibile riscontrare diverse analogie, al tempo stesso appaiono anche alcune importanti differenze.

Ne consegue, correlativamente, l’abrogazione dell’art. 9-*bis* del regolamento (UE) n. 1093/2010 che attualmente assegna all’ABE taluni compiti specifici in ambito antiriciclaggio, dal momento che questi verranno trasferiti alla nascente Autorità.

Esaminando più nel dettaglio il nuovo regolamento, ciò che emerge forse più di ogni altro aspetto è l’approntamento di un’architettura che potremmo definire a due livelli e che richiama per molti versi – almeno su un piano descrittivo generale – la distinzione in ambito bancario tra intermediari significativi e intermediari *less significant*.

Premessi infatti, all’art. 5, alcuni compiti che riguardano trasversalmente tutta l’attività della nuova Autorità (ad esempio, istituire una banca dati centrale AML/CFT di informazioni provenienti da supervisori e autorità di supervisione e tenerla aggiornata; analizzare le informazioni raccolte in questa banca dati condividendo tale analisi con i supervisori e le autorità di supervisione su base confidenziale), le funzioni dell’AMLA si differenziano in misura molto significativa a seconda che all’Autorità siano affidati compiti di supervisione diretta o, al contrario, soltanto indiretta.

Il primo caso è diffusamente disciplinato dalla Sezione 3 del Capo II del re-

golamento, ossia negli artt. dal 12 al 27. Il punto di partenza è dato dalla selezione periodica di soggetti potenzialmente candidati ad una supervisione antiriciclaggio diretta da parte dell’Autorità, da individuare tra gli enti creditizi stabiliti in almeno sette Stati membri o tra altri enti finanziari operanti in almeno dieci Stati membri: si deve trattare pertanto di intermediari caratterizzati, innanzitutto, da una diffusa presenza sul territorio dell’Unione. Ciascuna giurisdizione nella quale il soggetto obbligato è presente valuterà il rischio intrinseco di riciclaggio (basso, medio, sostanziale, elevato) ed il soggetto in questione diverrà un «*soggetto obbligato selezionato*» qualora sarà considerato a rischio elevato in almeno quattro Stati membri se si tratta di una banca o in almeno uno Stato membro se si tratta di un ente finanziario di tipo diverso<sup>13</sup>. Dovremo pertanto abituarci ad un linguaggio che sotto questo profilo presenta un importante elemento di novità, dal momento che saremo chiamati a distinguere tra meri «*soggetti obbligati*» (da intendersi: obbligati al rispetto delle prescrizioni antiriciclaggio) e «*soggetti obbligati selezionati*», questi ultimi sottoposti alla nuova «*supervisione diretta*» da parte dell’AMLA.

Tale supervisione attribuisce all’Autorità veri e propri poteri di vigilanza informativa (come emerge dagli artt. 16 e 17) e di vigilanza ispettiva (art. 18), nonché altri poteri che potremmo ricondurre all’ambito della vigilanza regolamentare aventi carattere individuale, specie quello di imporre al soggetto obbligato selezionato di adottare le misure ritenute necessarie per mitigare il rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo (ad esempio, esigere il rafforzamento dei presidi, modifiche della struttura di *governance*, il rispetto di requisiti specifici in relazione a singoli clienti). In questo contesto, si profila come assai rilevante il compito di garantire il rispetto delle prescrizioni AML/CFT a livello di gruppo (cfr. art. 5, par. 2, reg.), a tale scopo anche collaborando con le autorità di vigilanza di settore (lett.

---

<sup>13</sup> Secondo quanto stabilito dall’art. 13, sia le condizioni affinché i soggetti obbligati siano scrutinabili per essere «selezionati» sia l’*iter* di selezione sono in realtà un po’ più articolati di quelli riferiti nel testo, ma ai fini che ci occupano la sintesi offerta può efficacemente compendiare l’opzione di fondo maturata dagli estensori della proposta di regolamento.

d)), sicché ancora una volta viene indirettamente confermata l'opportuna interazione tra vigilanza bancaria (in senso lato) e supervisione (qui diretta) antiriciclaggio.

Al fine di esercitare tali compiti, l'art. 15 prevede l'istituzione di un «*gruppo di supervisione congiunto*» per la supervisione di ogni soggetto obbligato selezionato, secondo un modello che corrisponde nella sostanza a quello già in uso per la vigilanza nei confronti degli intermediari significativi.

Come detto, si tratta di un approccio che ricalca per molti aspetti quello valevole per le banche significative, vigilate in via centralizzata dalla Banca Centrale Europea, anche se leggendo la proposta di regolamento emerge l'impressione – non saprei dire se e quanto fondata – di un ruolo delle FIU nazionali più ancillare e subordinato di quanto è dato riscontrare nel Meccanismo Unico di Vigilanza bancaria nei rapporti tra BCE e autorità di vigilanza dei singoli Stati membri, le quali hanno quanto meno un potere di impulso o di collaborazione sul piano istruttorio che invece non pare trovare formale consacrazione in questo specifico *set* di disposizioni.

Analogie significative tra MVU e nuovo sistema antiriciclaggio emergono anche con specifico riguardo ai poteri di intervento individuale riconosciuti ad AMLA, dal momento che l'art. 20 della proposta di regolamento, ricalcando almeno come impostazione generale l'art. 18 del regolamento SSM (UE) n. 1024/2013, le consente di intervenire qualora riscontri violazioni di regole europee direttamente applicabili (dunque regolamenti, ma spesso ce lo dimentichiamo, anche *technical standards* predisposti dalle autorità di vigilanza europee e poi emanate dalla Commissione Europea). Interessante anche il par. 3 dello stesso art. 20 il quale, ancora una volta sulla scorta di logiche presenti nel *SSM regulation*, prevede che «L'Autorità [abbia altresì] i poteri e gli obblighi che il pertinente diritto dell'Unione Europea conferisce alle autorità di supervisione, salvo diversamente disposto dal



*presente regolamento. Nella misura necessaria ad assolvere i compiti attribuiti dal presente regolamento, l'Autorità può chiedere, mediante istruzioni, alle autorità di supervisione di utilizzare i propri poteri, in virtù e in conformità delle condizioni stabilite dal diritto nazionale, qualora il presente regolamento non attribuisca tali poteri all'Autorità».*

Colpisce infine la numerosità e l'ampiezza degli articoli dedicati alle sanzioni amministrative pecuniarie per il caso di violazione delle prescrizioni in materia. Gli importi edittali previsti (cfr. art. 21 reg.) sono piuttosto significativi, per quanto al contempo ben inferiori a quelli rinvenibili nella normativa bancaria e finanziaria, e specifica è altresì la procedura sanzionatoria, che prende avvio da indagini affidate ad un apposito gruppo investigativo interno, che non deve essere o essere stato coinvolto nella supervisione diretta relativa al soggetto obbligato selezionato interessato e si conclude con una decisione dell'Autorità (art. 25) sottoposta al controllo della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (art. 26).

5. Ben diversi e più limitati, per quanto tutt'altro che trascurabili, sono invece i compiti e i poteri che la proposta di regolamento prospetta nei confronti dei «*soggetti obbligati non selezionati*» (Capo II, Sezione 4, artt. 28-30), categoria alla quale appartengono necessariamente tutti i soggetti obbligati non bancari né finanziari, oltre come ovvio a quelli bancari e finanziari non sottoposti a supervisione diretta dell'AMLA.

In questo caso, infatti, l'Autorità è posta per così dire in seconda linea, giacché la supervisione diretta resta affidata alle agenzie antiriciclaggio nazionali, come avvenuto sin qui, seppure con le innovazioni apportate dalle altre componenti del "pacchetto antiriciclaggio" di cui si è detto. Nel caso di specie, i poteri dell'Autorità risultano indirizzati in una triplice direzione. Innanzi tutto, l'AMLA è chiamata (art. 28 reg.) ad «*effettua[re] valutazioni periodiche di una parte o della totalità delle at-*

*tività di una, di più o di tutti i supervisori del settore finanziario»,* sicché si assiste a quella che potremmo definire in modo un po' provocatorio una sorta di "vigilanza sulla vigilanza"; in secondo luogo (art. 29), l'Autorità è investita del compito di coordinare e di agevolare il lavoro dei collegi antiriciclaggio previsti dalla concomitante direttiva; infine (art. 30), in circostanze definite espressamente «*eccezionali*», a fronte della notifica da parte dei supervisori del settore finanziario del rapido e significativo deterioramento dell'esposizione ai rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo e in presenza di indizi di violazioni giudicate rilevanti, nonché all'esito di un *iter* che prevede alcune scansioni intermedie, l'Autorità può finire addirittura per assumere veri e propri poteri di vigilanza diretta.

Quest'ultimo aspetto mi sembra di particolare rilevanza, poiché segna una differenza assai significativa con l'assetto previsto dal Meccanismo di Vigilanza Unico, dal momento che, come noto, in base all'art. 9 del regolamento SSM con riferimento alle banche non significative la BCE può invece soltanto impartire «*istruzioni*» alle autorità di vigilanza nazionali, ma non può avocare a sé il potere di intervenire, nemmeno in circostanze eccezionali, non fosse altro che per i vincoli, per così dire, "genetici" del Meccanismo rivenienti dallo stesso Trattato sul funzionamento dell'UE. Di qui un'attenuazione rispetto all'impianto di vigilanza bancaria – seppure soltanto eventuale ed anzi appunto eccezionale – della bipartizione su cui poggia l'erigendo edificio della supervisione europea in ambito antiriciclaggio.

6. Come abbiamo ormai ripetuto più volte e come forse ora risulta più chiaro, le analogie del nuovo «sistema di supervisione AML/CFT», imperniato sul binomio soggetti obbligati selezionati - soggetti obbligati non selezionati, con il Meccanismo Unico di Vigilanza, che vede invece la coppia banche significative - banche meno significative, sono comunque molteplici e palesi, al punto che risulta evidente come l'ideazione del primo abbia seguito la falsariga del secondo, anche facen-

do tesoro dell'esperienza maturata in questi primi anni di operatività dell'Unione Bancaria.

In materia di vigilanza sulle banche sono note le riserve e i timori manifestati da più parti e a più riprese circa il rischio che l'“allungamento della filiera” tra autorità di vigilanza (BCE) e soggetto vigilato possa affievolire la conoscenza diretta e ravvicinata da parte dell'autorità di supervisione sia dell'intermediario minore vigilato sia ancor più del territorio di riferimento nel quale quest'ultimo opera. È pertanto legittimo chiedersi se e in quale misura tali preoccupazioni abbiano ragione di riproporsi, *mutatis mutandis*, anche in riferimento al nuovo sistema europeo antiriciclaggio che stiamo esaminando.

Sul punto mi pare si possa però ritenere che tali perplessità si profilano qui come notevolmente attenuate, se non addirittura che non abbiano alcuna ragione di porsi. Diversamente infatti da quanto accade per la vigilanza “generale” in ambito finanziario, che secondo un'opinione diffusa e condivisibile non solo può beneficiare ma anzi non può prescindere anche da una conoscenza “sul campo”, di prima mano, dell'intermediario, già soltanto sul piano relazionale, pena lo scadere nel tecnicismo delle verifiche (come, per vero e detto per inciso, mi pare purtroppo talvolta avvenga in nome di un malinteso ossequio al sacrosanto principio cardine del carattere imprenditoriale dell'attività bancaria e più in generale finanziaria), in materia antiriciclaggio le attività delle FIU praticamente da sempre si sostanziano in gran parte in verifiche a distanza e con l'ausilio delle nuove tecnologie, senza contare che il carattere sempre più rapido e transnazionale delle operazioni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo riduce per sua stessa natura la rilevanza della contiguità fisica con il fenomeno oggetto di specifica indagine. Al di là dei poteri di vigilanza ispettiva, che permangono, non si può inoltre trascurare che, a livello territoriale, in materia antiriciclaggio un ruolo di primo piano è intrinsecamente assunto dalle autorità investigative e dall'autorità giudiziaria. Mi sembra

pertanto che, da questo punto di vista, sia ragionevole concludere per una promozione a pieni voti della scelta organizzativa adottata dal “pacchetto” di misure in via di approvazione.

7. Come accennato prima, completano il quadro – anche se gli aspetti da considerare sarebbero anche molti altri – i poteri assegnati alla nuova Autorità in termini di coordinamento e di sostegno delle unità di informazione finanziaria nazionali di tutti i Paesi dell’Unione (Capo II, Sezione 6, artt. 33-37), che si estrinsecano innanzi tutto nel coordinamento, in caso di ritenuta necessità da parte della FIU di uno Stato membro, di analisi congiunte con una o più FIU di altri Stati membri.

È dichiaratamente un obiettivo prioritario, a questo riguardo, *«assicura[re] che i metodi e le procedure stabiliti per la conduzione delle analisi congiunte siano periodicamente rivisti e aggiornati»* (art. 34, par. 1, reg.). Sul piano delle risorse umane, ciò viene perseguito in primo luogo attraverso la delega da parte delle FIU di ogni Stato membro di un proprio delegato, con un incarico di durata triennale, rinnovabile una sola volta con il chiaro intento di favorire il ricambio in posizioni delicate e di rilevanza significativa e quindi anche l’apporto di nuove idee e nuove esperienze. Importanti, nella stessa prospettiva, anche i previsti programmi di formazione per il personale delle FIU, gli scambi del loro personale e soprattutto gli *«scambi di prassi tra le FIU, compresa la condivisione di competenze in un settore specifico»* (art. 36, par. 1, lett. c), reg.).

Si è in presenza di misure organizzative sì per certi versi di carattere complementare, una volta adottata la scelta di fondo di istituire un’Autorità centrale per la lotta al riciclaggio del denaro di provenienza illecita e al finanziamento del terrorismo in tutta l’Unione Europea, ma al tempo stesso essenziali per favorire il progresso costante delle metodologie anticrimine in questo ambito specifico e la loro diffusione capillare anche all’interno dei singoli territori nazionali.

8. Chiudo con un'ultima rapida notazione, su un piano in questo caso assolutamente metagiuridico.

L'art. 4 della proposta di regolamento lascia in bianco l'indicazione del luogo nel quale avrà sede la nuova Autorità. Voci ricorrenti lasciano presagire che la scelta potrebbe cadere su una città italiana. Alla luce soprattutto della ormai lunga storia della legislazione antiriciclaggio europea, sin dagli albori ispirata a quella di casa nostra (al punto, è bene rammentare, che all'epoca non dovemmo nemmeno recepire in modo formale la Prima direttiva), credo di non poter essere tacciato di bieca rivendicazione "di bandiera" se auspico che così effettivamente avvenga: si tratterebbe di un meritato riconoscimento, anche alla memoria – come ricordavo all'inizio – di chi a suo tempo tanto si spese perché venissero adottati nuovi strumenti di contrasto della criminalità atti a colpirla nei gangli vitali dei suoi interessi economici.

**Alberto Urbani**

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

## **PER UN RINNOVO DELLA SPECIFICITÀ OPERATIVA BANCARIA \***

*(For a renewal of the Banking operational specificity)*

**ABSTRACT:** *The work aims to search for the growth opportunities offered by the crises, first and foremost by the pandemic which has certainly accelerated the digitalization process.*

*Digital innovation has radically changed the banking and financial market by increasing the phenomenon of disintermediation, the change in banking operations ensued. Similarly, the 2016 reform of cooperative credit banks, although criticized and needing improvements, renewed their operability and the mutuality model, confirming the cooperative credit banks as banks capable of responding to the widespread needs of the community and the civil economy.*

**SOMMARIO:** 1. Crisi e nuovi modelli di operatività. 2. La rinnovata specificità operativa delle banche di credito cooperativo. - 3. La mutualità dopo la riforma del 2016.

1. Le crisi che si sono succedute negli ultimi anni pongono al giurista, fra le tante, la questione di verificare come, e con quali modalità, si sia rinnovata l'operatività bancaria. Ciò al fine di individuare sia le specifiche modalità della stessa, sia i possibili scenari dell'azione degli organi di supervisione in una prospettiva, anche se non l'unica, di prevenzione delle crisi. In tale contesto di indagine, interessanti spunti di riflessione vengono offerti dalla tesi elaborata da Schumpeter della «distruzione creativa», secondo la quale il «processo di mutazione industriale rivoluziona la struttura economica dall'interno, distruggendo senza sosta quella vecchia e creando sempre una nuova».<sup>1</sup> Le crisi, in tale ottica, sarebbero delle tempeste di-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

<sup>1</sup> Cfr. SCHUMPETER, *Capitalism, Socialism and Democracy*, Londra, Routledge, 1994 [1942], p.82 ss.

struttive che creano opportunità di crescita<sup>2</sup>.

L'emergenza sanitaria causata dal COVID-19 ha sconvolto il sistema economico accelerando in modo dirimpente il processo di transizione dei mercati<sup>3</sup>, compreso quello bancario e finanziario<sup>4</sup>, nell'era digitale<sup>5</sup>; transizione da tempo sollecitata dagli organi di controllo<sup>6</sup>. Le difficoltà operative poste dal distanziamento sociale hanno portato all'aumento della fruizione dei servizi del credito, delle assicurazioni e della finanza in modalità remota e, in generale, un cambio di passo sia nel sistema dei pagamenti, sia in quello dell'intermediazione creditizia. Ciò ha costituito una tempesta distruttiva nel senso appunto di opportunità, nella prospettiva di un passaggio definitivo verso la digitalizzazione che, se in un primo momento è stata solo necessitata, ora configura un processo consapevole di una nuova operatività, strumento imprescindibile per modernizzare il mercato bancario e finanziario e renderlo più efficiente, performante e competitivo.

Sotto il profilo degli assetti di mercato, la disciplina emergenziale ha attribui-

---

<sup>2</sup> Si pensi, all'opportunità creatasi a causa della pandemia di utilizzare le risorse dell'Unione per avviare riforme volte a realizzare un'economia più verde e più attenta alle tematiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG). Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *L'industria finanziaria italiana dopo la pandemia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia* 2021, n.1, p. 1 ss.

<sup>3</sup>Cfr. RUBINO DE RITIS, *Gli effetti della pandemia sull'economia digitale*, in *giustiziacivile.com*, 2020, n. 3, pp. 50 ss.; MIGLIONICO, *Finanza del debito e crisi pandemica*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 1, p. 136 ss.; SABBATELLI, *Covid 19 e disintermediazione bancaria e finanziaria*, in *Covid 19: emergenza sanitaria ed economia*, a cura di Rossano, Bari, 2020, p. 143 ss.; VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco presso l'Associazione Bancaria Italiana in occasione della Assemblea degli Associati*, Roma, 6 luglio 2021, al sito [www.abi.it](http://www.abi.it). Sul COVID-19 come acceleratore delle contraddizioni democratiche, cfr. MONTEDORO, *Intervento, Emergenza COVID-19 e regolazione dell'economia*, Webinar, Università Sapienza, 11 giugno 2020, al sito [www.uniroma1.it](http://www.uniroma1.it)

<sup>4</sup> Cfr. BATTELLI, *Le nuove frontiere dell'automatizzazione contrattuale tra codici algoritmici e big data: gli smart contracts in ambito assicurativo, bancario e finanziario*, in *Giust. Civ.*, 2020, n. 4, p. 681 ss.

<sup>5</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, 31 Marzo 2020, al sito [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it); BROGI, *Emergenza COVID-19 e regolazione dell'economia*, Webinar, Università Sapienza, 11 giugno 2020, al sito [www.uniroma1.it](http://www.uniroma1.it).

<sup>6</sup> Sulla necessità di accelerare il processo di innovazione tecnologica si esprimevano da tempo sia la Banca d'Italia sia la Consob, cfr. BARBAGALLO, *Fintech and the future of financial services*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milan, 23 July 2018, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it); AA.VV., *Lo sviluppo del FinTech*, Quaderni Consob, marzo 2018, al sito [www.consob.it](http://www.consob.it); Banca d'Italia, *Considerazioni finali 2019*, 29 maggio 2020, p. 15, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

to un ruolo cruciale al sistema bancario e finanziario chiamato a rispondere con immediatezza al nuovo fabbisogno di capitali e alle richieste di finanziamento<sup>7</sup>; al contempo, l'esigenza di corrispondere con rapidità alla richiesta di liquidità (necessaria per realizzare in maniera efficiente gli obiettivi prefissati), ha reso indispensabile alcuni adeguamenti dei processi operativi per i quali l'innovazione tecnologica è stata decisiva.

Se ne deduce che la transizione digitale nel mondo del credito è ormai irreversibile; l'innovazione tecnologica consente di sviluppare forme di finanziamento "disintermediate"<sup>8</sup> che assicurano maggiore tempestività nell'erogazione, *credit scoring* più accurato<sup>9</sup>, maggiore inclusione finanziaria<sup>10</sup>. Ne è prova la circostanza per cui il *crowdfunding* si sta affermando sempre di più nell'ambito della cd. scala dei finanziamenti per le start-up e le imprese nella fase iniziale di attività, costituendo una valida alternativa ai prestiti bancari non garantiti<sup>11</sup>.

La digitalizzazione ha lanciato una sfida fondamentale al mondo dell'intermediazione bancaria e finanziaria tradizionale, e si sta assistendo ad un processo di graduale integrazione - e non sempre necessariamente di scontro-, tra

---

<sup>7</sup> Cfr. CIRAULO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità), diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, n. 2, pt. 1, p. 313 ss.; RUMI, *Profili della garanzia SACE dopo il Decreto "Liquidità"* in *Il diritto dell'economia*, 2021, n. 2, p. 267 ss.; ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel Decreto Liquidità: nota a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, n. 2, p. 132 ss.

<sup>8</sup> Cfr. VISCO, *Intervento Finale*, Webinar, su "La transizione digitale nel credito", 22 aprile 2021, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

<sup>9</sup> Cfr. AMMANNATI, GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e "big data": il caso del "credit scoring*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 2, p. 290 ss.; MINNECI, *La verifica del merito creditizio: una valutazione a sua volta sindacabile?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 3, supplemento n. 2, p. 353 ss.; SABBATELLI, *Covid 19 e merito di credito*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, n. 5, pp. 60 ss.

<sup>10</sup> Cfr. RABITTI, *Intelligenza Artificiale e finanza*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 3, supplemento n. 2, p. 301.

<sup>11</sup> Cfr. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2019, n. 5, I, p. 650 ss.; PANCALLO, *Il digital lending: la "disumanizzazione" della filiera del credito* in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia* 2021, n. 3, supplemento n. 2, p. 398 ss.



la *FinTech industry* e la tradizionale industria finanziaria<sup>12</sup>. I modelli operativi e di *business* ereditati dal Novecento non funzionano più. L'ingresso di nuovi operatori nel mercato, dalle start up Fintech alle Big Tech, e lo sviluppo di modelli di offerta innovativi<sup>13</sup> hanno spinto gli operatori tradizionali a rivedere i propri assetti organizzativi, soprattutto con riferimento alla loro presenza fisica e al disegno dei sistemi informativi<sup>14</sup> (anche attraverso alleanze strategiche con le nuove realtà del Fintech) e a cercare – sollecitati anche dagli organi di controllo - nuove modalità di svolgimento dell'attività bancaria.

L'innovazione tecnologica si intreccia così con il diverso fenomeno della disintermediazione<sup>15</sup> che ha modificato radicalmente la morfologia del mercato bancario e finanziario italiano. Il modello bancocentrico è tramontato aprendo la strada ad un *agere* che spesso è svolto al di fuori delle regole bancarie<sup>16</sup> e che propone forme alternative alle tecniche consolidate dell'intermediazione creditizia quali quella mobiliare e assicurativa, imponendo la ricerca di nuovi equilibri complessivi.

In generale, il FinTech<sup>17</sup> ha sottratto spazi di intervento all'attività bancaria,

---

<sup>12</sup> Più in generale, sui possibili scenari evolutivi innescati dalle relazioni tra banche e *FinTech firms*, cfr. BCBS, *Sound Practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, febbraio 2018, p. 15 ss., al sito [www.bis.org](http://www.bis.org); SCHENA, TANDA, ARLOTTA, POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in CONSOB, *Quaderni FinTech*, n. 1, 2018, p. 85 ss.

<sup>13</sup> Cfr. RABITTI, *Intelligenza Artificiale e finanza, ult. op. loc. cit.*; VITA, *L'Intelligenza Artificiale: organizzazione bancaria e prospettive regolamentari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 3, supplemento n. 2, p. 427 ss.

<sup>14</sup> Cfr. VISCO, *Intervento Finale*, Webinar, su "La transizione digitale nel credito *cit.*", p. 2.

<sup>15</sup> Cfr. MIGLIONICO, *Disintermediazione e digitalizzazione della moneta nel mercato finanziario*, in *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, p. 525 ss.; PIERSANTI, *La disintermediazione bancaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 1, p. 87 ss.; PITRUZZELLA, *FinTech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario, creditizio*, in *Bancaria*, 2018, n. 6, 23 ss.

<sup>16</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 7 ss. p. 52 ss.; MC MILLAN, *La fine delle banche. Il denaro, il credito e la rivoluzione digitale*, Milano, 2019, p. 55 ss.; LEMMA, "Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "Market" in "Crypto-Assets (MICA)", in *Rivista di diritto bancario*, 2020, n. 4, pt. 1, p. 851 ss.

<sup>17</sup> Sul Fintech in generale, *ex multis*, cfr. ALPA, "Fintech": un laboratorio per i giuristi, in *Contr. E impr.*, 2019, p. 377 ss.; AA.VV., *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, a cura di Lener, Roma, 2018; AA.VV. *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di Paracampo, Torino, 2017; AA.VV. *Fintech fra dati e concentrazioni in Fintech:*

ridimensionata a causa di una regolazione divenuta troppo stringente<sup>18</sup>; di ciò è conseguenza anche il mutato ruolo del comparto assicurativo che è riuscito ad assumere ormai una posizione centrale negli assetti di sistema.

In concreto, e a mero titolo esemplificativo, si pensi all'*Open banking*<sup>19</sup>, paradigma che si concretizza in "una maggiore disarticolazione" della catena del valore dell'intermediazione finanziaria in più segmenti, ciascuno dei quali è occupato da soggetti in grado di offrire specifici prodotti e/o servizi basati sulle nuove tecnologie digitali, disintermediando appunto gli operatori tradizionali<sup>20</sup>. O si pensi ancora alla disintermediazione della raccolta bancaria realizzabile con la valuta digitale di Stato<sup>21</sup>, fattispecie nella quale l'apertura di un "conto digitale" direttamente con la banca centrale consente appunto di by-passare l'intermediazione delle banche<sup>22</sup>.

---

*Diritti, concorrenza, regole*, a cura di Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019; LAGARDE, *A Regulatory Approach to Fintech*, IMF Finance & Development, 2018, al sito [www.imf.org](http://www.imf.org); MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique: how to Hit a Moving target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, maggio 2017; ARNER, BUCKLEY, BARBERIS, *A Fintech and Regtech Overview: Where we have come from and Where we are going*, in ARNER, BUCKLEY, BARBERIS (eds.), *The RegTech Book*, 2019.

<sup>18</sup> Cfr. MACCABIANI, *An empirical approach to the Rule of Law: the case of Regulatory Sandboxes*, in *Osservatorio sulle fonti*, 2020, n. 2, p. 19 ss.

<sup>19</sup> Cfr. ARGENTATI, *Le banche nel nuovo scenario competitivo. FinTech, il paradigma dell'Open banking e la minaccia delle big tech companies*, in *Merc. conc. reg.*, 2018, p. 453 ss.; FALCE, *Databases rights in the open (banking) system. An out-of-the-box competition law perspective*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, n. 1X, p. 405 ss.; GIROMPINI, *PSD2 e Open Banking. Nuovi modelli di business e ruolo delle banche*, in *Bancaria*, 2018, n. 1, 70 ss.; MILANESI, *A New Banking Paradigm: The State of Open Banking in Europe, the United Kingdom, and the United States*, 2017, TTLF Working Papers, p. 159 ss.; ZACHARIADIS, OZCAN, *The API Economy and Digital Transformation in Financial Services: The Case of Open Banking*, SWIFT Institute Working Paper No. 2016-001, p. 10 ss.

<sup>20</sup> Cfr. CIRAULO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei sistemi bancari aperti*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, n. 4, pt. 1, p. 613. L'interesse degli intermediari verso l'open banking è assai rilevante, ne è prova la circostanza per cui il 27% delle iniziative innovative e il 44% degli investimenti complessivi effettuati dagli intermediari hanno riguardato quest'area, cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale 2021*, Roma 31 maggio 2022, p. 211.

<sup>21</sup> Cfr. GRAZIANI, *Yuan digitale, Usa verso il veto all'uso su google e Appl pay*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 giugno 2022, p. 22.

<sup>22</sup> Cfr. FAVARO, *La valuta digitale della Banca Centrale tra funzione monetaria e tutela del risparmio*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, n. 2, p. 330 ss.; MEZZACAPO, *La nuova "crypto-attività" e infrastruttura finanziaria globale "Libra": analisi della fattispecie e profili regolamentari nel diritto dell'UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, n. 1, pt. 1, p. 35 ss.

Ne è conseguita una significativa trasformazione dell'operatività bancaria con ovvie ricadute sotto il profilo della definizione di adeguati assetti metodologici applicabili da parte degli organi di controllo nella conduzione della vigilanza sul nuovo comparto operativo, anche alla luce dell'emersione di modelli di *business* eterogenei e a volte lontani dalle intenzioni originarie del legislatore<sup>23</sup>. Non è certo possibile prevedere come si riorganizzeranno i mercati, ma “la capacità di innovare rapidamente e di costruire modelli di attività in grado di essere riprodotti su scala crescente appare un fattore decisivo per sostenere la concorrenza”<sup>24</sup>.

Ciò posto, va tuttavia precisato che non sarebbe corretto pensare che i canali digitali possano sostituire completamente quelli tradizionali dal momento che i medesimi non sono adatti a coprire tutte le esigenze dei clienti che preferiscono ancora - perlomeno in Italia e soprattutto per i servizi e i prodotti più complessi - recarsi presso gli sportelli dove possono usufruire di attività di consulenza personalizzata e specializzata<sup>25</sup>.

Delineato questo quadro d'insieme, è necessario allora chiedersi quali siano gli interessi espressi da questi nuovi assetti. Sotto questo profilo, è noto come l'efficacia e l'efficienza in un'ottica di *law and economics* siano sempre stati i termini di riferimento per la valutazione dell'effettività dell'ordinamento bancario e finanziario rispetto alla “capacità di orientare l'operatività e gli scambi di mercato verso punti di equilibrio”<sup>26</sup>. Ma oggi tale convincimento sembra destinato a cadere.

Nonostante, infatti, il modello di riferimento dei mercati sia ancora quello indicato dalla teoria economica classica, non può trascurarsi di considerare che sono state definitivamente raccolte nuove istanze quale, ad esempio, quella della so-

---

<sup>23</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *PSD2 e open banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti*, 2021, p. 16.

<sup>24</sup> Cfr. VISCO, *ult. op. cit.*, p. 2.

<sup>25</sup> Cfr. KPMG, *Evoluzione dei modelli distributivi bancari*, 2021, p. 2, al sito [www.KPMG.com.it](http://www.KPMG.com.it).

<sup>26</sup> Cfr. LEMMA, *Intelligenza Artificiale e sistemi di controllo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n. 3, supplemento n. 2, p. 322.

stenibilità, nuova frontiera della regolazione e della supervisione<sup>27</sup>. Sono emersi nuovi obiettivi e nuove sensibilità, con il grande rilievo attribuito ai fattori ESG<sup>28</sup> che hanno individuato un “green Keynesian approach”<sup>29</sup> e che richiedono necessariamente la revisione critica di pregresse ortodossie, l’abbandono di dogmatismi e il ridimensionamento di vecchi canoni.

L’incorporazione nella regolazione di queste nuove finalità – che certo non coincidono con gli obiettivi di efficienza economica – apre a una nuova dimensione valoriale di attenzione a fattori sociali, che supera le forme del capitalismo avanzato, prendendo atto della deriva di quest’ultimo. Si individuano così i presupposti di un’innovativa «concezione del rapporto tra razionalità economica ed etica dell’azione, tra sviluppo dell’impresa e scienze moderne<sup>30</sup>, che fa guardare con favore alla possibilità di un valido intreccio tra società civile e processo economico.

2. In tale contesto, allora, è imprescindibile fare riferimento a quelle realtà creditizie i cui criteri ordinatori, incidendo sulle logiche operative cui sono ispirate,

---

<sup>27</sup> Cfr. ANNUNZIATA, LAMANDINI, “Questo nodo è avviluppato”: divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario, in *Giur. comm.*, 2022, n. 1, p. 46.

<sup>28</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8 marzo 2018, al sito [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int); ONU, *Principles for Responsible Investment*, al sito [www.unpri.org](http://www.unpri.org); DI FAUSTO, *Investimenti sostenibili: analisi empirica e tradizionale dei fattori ESG*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2021, n. 1, supplemento, p. 32 ss.; LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid 19*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2020, n.1, supplemento, p. 124 ss.; MAZZULLO, “Disclosure” e “sustainable finance”. *Dall’informazione del cliente alla conformazione del mercato*, in *JusOnline*, 2020, n. 6, p. 220 ss.; SABATINI, *Finanza sostenibile e obblighi di disclosure sugli investimenti Esg: Gli impatti per le banche*, in *Bancaria*, 2020, n 1, p. 10 ss.

<sup>29</sup> Cfr. HARRIS, *Green Keynesianism: Beyond Standard Growth Paradigms*, Working paper no. 13-02, February 2013 *Global development and environment institute*, al sito [www.citeerx.ist.psu.edu](http://www.citeerx.ist.psu.edu); TIENHAARA, *Green Keynesianism and the Global Financial Crisis*, London, 2018, p. 35 ss.

<sup>30</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica e finanza in tempi di crisi*, in AA.VV., *Banche ed etica*, a cura di Sabbatelli, Padova, 2013, p. 3 ss.; 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 *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2019, n. 1, p. 188 ss.; GUZZETTI, *Etica del risparmio e sviluppo*, in *Iustitia*, 2018, n. 4, pt. 2, p. 561 ss.; RUINI, *Presentazione a AA.VV., Finanza impresa e nuovo umanesimo*, a cura di Capriglione, Bari, 2007, p. 9.

rendono possibile alle stesse di allontanarsi dalla stringente finalità della massimizzazione del profitto prima richiamata. Ed invero, in tali enti creditizi prevale l'intento di conformarsi a criteri redistributivi, con l'obiettivo della crescita della comunità locale: mi riferisco alle banche di credito cooperativo.

Si tratta di tema oggetto dell'assai criticata e ancora dibattuta riforma del 2016 (la l. n. 49) che, come è noto, ha creato i gruppi bancari cooperativi modificando radicalmente la morfologia della categoria<sup>31</sup>. Tale riforma è stata rivista nel 2018 dal decreto "Milleproroghe" (d.l. n. 91)<sup>32</sup> con risultati non del tutto soddisfacenti rispetto a quelle che erano le aspettative, ossia ridisegnare una riforma coerente con gli obiettivi socioeconomici espressi dai territori e con la tradizione operativa che caratterizza le BCC: in sostanza recuperare il localismo e riequilibrare l'impronta centralista dell'impianto originario<sup>33</sup>.

Ed è proprio questa loro specificità operativa fissata dagli artt. 35 e 34 del TUB, norme che individuano un'operatività prevalente nei confronti dei soci<sup>34</sup> e nei territori di insediamento<sup>35</sup>, che ha da sempre distinto le BCC dagli altri operatori del

---

<sup>31</sup> Cfr. BODELLINI, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Bari, 2017; SABBATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, Bari, 2017; SALERNO, *Il governo delle banche cooperative*, Milano, 2013.

<sup>32</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La riforma delle BCC al vaglio del nuovo Governo*, in *dirittobancario.it*, giugno 2018; MACRI', *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo*, in *Giur. comm.*, 2019, n. 5, p. 867 ss.

<sup>33</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Per un nuovo "trade off" tra localismo e stabilità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, n.3, supplemento, p. 4 ss.; SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, n. 1, p. 52.

<sup>34</sup> Cfr. BLANDINI, *Localismo e ricorso al mercato di capitali delle banche di credito cooperativo nell'ultimo atto della riforma del diritto societario (con notazioni sparse sugli eccessi di delega del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 675 ss.; OPPO, *L'essenza della cooperativa e studi recenti*, in *Diritto delle società, Scritti giuridici*, II, Padova, 1992, p. 501; PELLEGRINI, *Commento sub art. 35 TUB*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretta da Capriglione, tomo I, Padova, 2018, p. 365 ss.; PAOLUCCI, *Commento all'art. 35 T.u.b.*, in *Codice delle Cooperative*, a cura di Paolucci, Torino, 2005, p. 411 ss.; PRESTI, *Dalle casse rurali ed artigiane alle banche di credito cooperativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, p. 179 ss.; VERCELLONE, *Cooperazione e imprese cooperative*, in *Noviss. Digesto*, 1959, vol. IV, p. 822 ss.

<sup>35</sup> Cfr. ACCETTELLA, *Il gruppo bancario cooperativo come gruppo societario obbligatorio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, n. 1, p. 35 ss.; CAPRIGLIONE, *Imprenditorialità bancaria e*

credito<sup>36</sup>, in una visione di convinto pluralismo della soggettività bancaria<sup>37</sup>, strumento a tutela della libertà di iniziativa economica e della concorrenza-

Ciò posto, la domanda che ne consegue è se la riforma del 2016 possa essere letta alla luce della tesi della distruzione creativa. In sostanza, c'è da chiedersi se la tempesta che si è abbattuta sul credito cooperativo – perché di tempesta si è trattato – abbia creato opportunità di crescita per le BCC. E ancora - per quello che interessa in particolare la presente indagine – rileva l'interrogativo riguardante le condizioni per un rinnovo dei principi che sono alla base del paradigma della loro specialità operativa, ossia il mutualismo e il localismo<sup>38</sup>. A mio avviso la risposta a tali domande è affermativa.

Certamente la riforma avrebbe dovuto essere scritta in maniera differente: in un'ottica di maggiore conservazione dell'autonomia decisionale e strategica delle singole banche aderenti ai gruppi e di maggiore rispetto delle loro peculiarità in termini di modelli organizzativi e di *business* utilizzando magari – come si dirà in se-

---

*cooperazione di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 582 ss.; MANCINELLI, PELLEGRINI, *Commento sub art. 34 TUB*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., tomo I, p. 356 ss.; URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, n.1, p. 118 ss. In particolare, sull'esplicazione del localismo da parte dell'art. 34 del TUB e delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, cfr. OPPO, *Credito cooperativo e testo unico sulle banche*, in *Le banche. Regole e mercato*, a cura di Amorosino, Milano, 1995, p. 30 ss.

<sup>36</sup> Cfr. CABRAS, *La specificità delle banche di credito cooperativo*, in *Vita not.*, 1997, 58 ss.; COSTI, *I profili giuridici della mutualità nella riforma del credito cooperativo*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 321 ss.; CIOCCA, *Riforma delle banche cooperative: riassetto organizzativo e possibili equilibri di potere*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, p.22 ss.; COSSU, *L'obiettivo della ripatrimonializzazione nella riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 697 ss.; SANTORO, *Conclusioni*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017, p. 379 ss.

<sup>37</sup> Cfr. AZZI, REGGIO, *Biodiversità bancaria: quelle piccole (utili) grandi BCC*, in *Cred. coop.*, 2015, n. 12, p. 12 ss.; NIGRO, *Pluralismo istituzionale e pluralismo funzionale delle imprese bancarie nelle prospettive di riforma*, in *Credito e moneta*, a cura di Mazzoni e Nigro, Milano, 1982, p. 187 ss.; SUPINO, *Soggettività bancaria assetti patrimoniale regole prudenziali*, Milano, 2017, p. 53 ss.; TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Padova, 2019, p. 365 ss.

<sup>38</sup> Cfr. CARILLO, ROSSANO, PENNACCHIO, *Gli effetti della riforma del credito cooperativo sulle disparità economiche regionali*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2018, n. 3, p. 122 ss.



guito – un modello di coordinamento differente da quello del gruppo cooperativo paritetico ex art. 2547 *septies* cc.<sup>39</sup>.

Sta di fatto però che indietro non si torna e, nonostante le autorevoli sollecitazioni per un intervento legislativo di revisione della legge n. 49 del 2016<sup>40</sup>, gli assetti del mondo del credito cooperativo sono quelli delineati da quest'ultimo provvedimento. E con questi assetti oggi il giurista si deve confrontare; restando impregiudicata, peraltro, la questione di aspirare a modifiche normative che migliorino il vigente sistema disciplinare.

Detti assetti - lasciando inalterato quello che in letteratura viene definito il “fatto cooperativo” (capitale variabile e democrazia sociale)<sup>41</sup> - prefigurano la sovrapposizione della “disciplina bancaria” a quella della cooperativa,<sup>42</sup> in linea con quanto è dato riscontrare nella regolazione della società cooperativa *tout court*, nella quale il “pendolo dalla causa cooperativa si è spostato alla causa societaria”<sup>43</sup>. Per tal via si è creata una sinergia fra elementi di mutualità ed elementi di lucratività<sup>44</sup>, “un “arricchimento della causa sociale”<sup>45</sup> che forse a sorpresa ha consentito, o comunque non ha impedito, alle BCC di avere nel 2021, - ovviamente con un peso

---

<sup>39</sup> Cfr. SANTAGATA, “Coesione” ed autonomia del Gruppo Bancario Cooperativo, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, Giappichelli, 2017, p. 113 ss.; ID, *Il gruppo paritetico*, Torino, 2001, TONELLI, *La riforma delle BCC del 2016: nuove (?) forme di integrazione tra imprese cooperative bancarie e vecchi sistemi*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017, p. 128 ss.

<sup>40</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Una triste storia bancaria, un appello per non morire. Un impegno del governo*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2019, n. 1, p. 51 ss.

<sup>41</sup> Cfr. FAUCEGLIA, *Il futuro della società cooperativa: la fine dell'umanizzazione e la scelta dell'efficienza*, in *Giur. comm.*, 2019, n. 4, p. 576; FORTUNATO, *Patrimonio, capitale e mutualità (a margine del saggio di Umberto Belviso)*, in *Giur. comm., Quaderni*, 2017, n. 412, p. 13 ss.

<sup>42</sup> Cfr. BODELLINI, *op. cit.*, p. 20 ss. dove si rintraccia anche un'ampia letteratura sul punto; SALERNO, *op. cit.*, p. 31 ss.

<sup>43</sup> Cfr. FAUCEGLIA, *op. cit.*, p. 582.

<sup>44</sup> Cfr. OPPO, *Le banche di credito cooperativo tra mutualità, lucratività e “economia sociale”*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1996, 1, 463 ss., spec. 473 ss.; ACCETTELLA, *op. cit.*, p. 877 ss.; MACRI', *op. cit.*, p. 879 ss.

<sup>45</sup> Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Alcune ipotesi ricostruttive in merito alla riforma delle BCC*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2018, n. 3, supplemento, p. 177.

minoritario sui numeri totali -, le migliori *performance* dell'intero sistema nella raccolta e nella gestione delle sofferenze<sup>46</sup> (oltre a più patrimonio e meno reclami dei clienti)<sup>47</sup>. Con la precisazione che tale risultato è stato raggiunto nonostante i notevoli costi sostenuti dalla categoria per adeguarsi al nuovo modello di gruppo.

In tal modo è proseguito il *trend* positivo che ha caratterizzato il periodo pandemico, nel quale il mondo del credito cooperativo ha svolto un importante ruolo nel sostenere famiglie e imprese<sup>48</sup>. Si pensi all'attività di erogazione dei finanziamenti garantiti dallo Stato per i quali le BCC hanno stanziato un importo complessivo di oltre 3,1 miliardi di euro, con una percentuale dell'89% di somme erogate sulle richieste totali ricevute confermando la loro attitudine anticiclica<sup>49</sup>.

I dati di BI al 31 dicembre 2021 mostrano che per gli enti creditizi in parola gli impieghi alle imprese, a confronto con quelli del sistema bancario nel suo complesso, sono cresciuti del 3,6% rispetto all'1,00%, e quelli alle famiglie dell'8,3% rispetto al 4,6%<sup>50</sup>. E' ben vero che - complici gli strumenti di politica monetaria della BCE (come i programmi di acquisti netti di assets PEPP e APP) e, in generale, di tutte le facilitazioni temporanee pandemiche - il 2021 è stato un anno positivo per tutto il comparto bancario italiano, ma i dati prima riferiti sono assai significativi proprio al-

---

<sup>46</sup> Cfr. SABBATELLI, *Crediti deteriorati e banche di credito cooperativo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, n. 2, supplemento, p. 103 ss.

<sup>47</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Dati 2021 delle BCC e delle casse rurali, a confronto con quelli del sistema*, 4 aprile 2022. V. anche BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2021*, Roma 31 maggio 2022, p. 161, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>48</sup> Cfr. DELL'ERBA, GATTI, *Le iniziative del Credito Cooperativo per l'emergenza e la ripresa dell'Italia. Le azioni di Federcasse, Audizione, Commissione Parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, Roma, 20 luglio 2020, al sito [www.federcasse.it](http://www.federcasse.it).

<sup>49</sup> Cfr. DI COLLI, GIRARDI, *Restrizione creditizia durante la crisi del 2008-2009 e il ruolo anticiclico delle Banche di Credito Cooperativo*, in *Quaderni di ricerca del credito cooperativo*, 2012, n. 3, p. 8 ss.; RUGOLO, *Il ruolo (di nuovo) anticiclico delle banche di credito cooperativo. Brevi riflessioni a margine dell'emergenza epidemiologica covid-19*, in *Persona e Mercato*, 2021, n. 1, p. 160 ss.; MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in *Rivista delle Società*, 2020, n.1, p. 527 ss.; MACRI', *op. cit.*, p. 869 ss.; ROSSANO, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in *COVID-19 emergenza sanitaria ed economica*, a cura di Rossano, p. 68 ss.

<sup>50</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Dati 2021 delle BCC e delle casse rurali, a confronto con quelli del sistema*, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)



la luce del fatto che si collocano nel periodo post riforma del settore<sup>51</sup>. Analizzando ancora i dati di BI, emerge, infatti, come le BCC si stiano sempre più qualificando, nel rispettivo ambito territoriale di competenza, nel perimetro da sempre privilegiato della loro azione che è quello delle PMI, cuore del settore produttivo italiano, in aree strategiche dell'economia nazionale quali l'artigianato, il turismo e l'agricoltura.

Non va sottovalutato un altro fattore: la riforma delle banche popolari<sup>52</sup>. Con molta probabilità, il rafforzamento della posizione sul mercato delle BCC risente delle ricadute dell'intervento legislativo del 2015 che ha di fatto permesso alle BCC di "occupare i territori" che prima erano delle grandi popolari<sup>53</sup>, le quali hanno gradatamente ridotto il loro interesse localistico operando altre scelte strategiche, con possibili deflussi operativi nei settori prima citati.

3. L'osservazione dei dati indica quindi che le BCC nonostante la riforma non hanno perduto il loro impegno operativo, superando le difficoltà ad esse rivenienti da una sostanziale *eterogestione*<sup>54</sup> posta in essere dalle capogruppo. Esse hanno

---

<sup>51</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale 2021*, cit., p. 211.

<sup>52</sup> Cfr. AA.VV., *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, Padova, 2015; ANNUNZIATA, *La pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) del 16 luglio 2020 sulle banche popolari*, in *Rivista delle società*, 2020, n. 4, p. 1259 ss.; CARLIZZI, *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. comm. e dir. obbl.*, 2016, n. 1, p. 43 ss.; CORVESE, *Commento al d.l. n. 3/2015. Parte prima: La riforma delle banche popolari*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2016, n. 30, II, p. 7 ss.; FIENGO, *Il riassetto della disciplina delle banche popolari*, in *Giur. comm.*, 2016, n. 2, I, p. 234 ss.; GARGIULO, *La disciplina delle banche popolari. Dalle origini alla riforma della legge n. 33/2015*, Milano 2015; MAZZINI, *La riforma delle banche popolari*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2015, n. 2, II, p. 39 ss.; MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, n. 2, pt. 1, p. 211 ss.; ONADO, *Proporzionalità va cercando che è sì cara ... Dalla riforma italiana delle banche popolari alla questione delle banche locali, oggi*, in *Mercato concorrenza regole*, 2021, n. 1, p. 127 ss.; RICCIARDELLO, *La riforma delle banche popolari nella legge di conversione del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 tra capitalismo ed esigenze di vigilanza uniforme*, in *Banca impr. soc.*, 2016, n. 1, p. 141 ss.

<sup>53</sup> Cfr. GRECO, *La crescita a sorpresa delle BCC, nel 2021 meglio delle altre banche*, in *Repubblica, Affari e Finanza*, 4 aprile 2022.

<sup>54</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Una triste storia bancaria, un appello per non morire. Un impegno del governo*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2018, n. 3, supplemento, p. 579; MICHIELI,

rinnovato il loro legame con le realtà territoriali, proponendosi come sostenitori dell'economia zonale, limitando quindi le ricadute negative su quest'ultima causate prima della pandemia e ora della guerra.

Sul piano delle concretezze si sta delineando un rapporto più complesso e più "moderno"<sup>55</sup> non solo con il territorio di competenza e con i soci, ma anche con le aree di non competenza e con i soggetti estranei alla compagine sociale (grazie all'autonomia statutaria concessa dall'art. 35, TUB, sotto il controllo di BI)<sup>56</sup>. Questo processo di rinnovamento dell'operatività si realizza in una duplice modalità.

La prima vede le BCC impegnate ad estendere la loro operatività anche ad imprese più grandi di quelle cui ordinariamente si rivolgono; ciò, favorendo nel contempo la crescita dimensionale delle imprese già loro clienti<sup>57</sup>. La sfida che le banche in parola devono affrontare è quella di attivarsi con i cluster delle imprese innovative e con le società dell'area Fintech, tenendo conto dei punti di sovrapposizione/interazione che si rinvergono tra siffatte tipologie soggettive<sup>58</sup>.

In secondo luogo rileva la circostanza che le BCC stanno ricercando prodotti bancari nuovi e adeguati sempre più "calzanti ai bisogni diffusi della comunità e dell'economia civile"<sup>59</sup>, nell'ottica di intendere in modo nuovo la mutualità, vale a

---

*La nuova direzione e coordinamento del gruppo bancario di credito cooperativo alla luce della l. 49/2016, in Giur. Comm., 2018, n. 3, p. 453 ss.; SACCO GINEVRI, La nuova regolazione del gruppo bancario, Milano 2017, passim; SEPE, Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2015, n. 4, supplemento, p. 81 ss.; SANTAGATA, Coesione ed autonomia nel Gruppo Bancario cooperativo, in Banca borsa tit. cred., 2017, I, p. 445 ss.*

<sup>55</sup> Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*, p. 175.

<sup>56</sup> Sul ruolo dello Statuto, cfr. BODELLINI, *op. cit.*, p. 143 ss.; MAIMERI, *Gli statuti delle banche di credito cooperativo: profili di vigilanza*, in *Le banche di credito cooperativo: un modello tra mercato e mutualità*, Atti del Convegno, Lecce, 2001, passim; CASTIELLO, *Le istruzioni delle Banca d'Italia emanate ai sensi dell'art. 35, comma 2, T.U.*, in *Codice commentato delle banche di credito cooperativo*, a cura di Castiello, Roma, 1995, p. 478 ss.; PELLEGRINI, *Commento sub art. 35 TUB, cit.*, p. 197 ss.

<sup>57</sup> Cfr. MACRI', *op. cit.*, p. 867.

<sup>58</sup> Cfr. MASERA, *La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell'UE: problemi e prospettive*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2020, n.1, p. 77.

<sup>59</sup> Cfr. SCIARRONE, *op. cit.*, p. 176.

dire come mutualità di sistema<sup>60</sup>. Si è passati, in sostanza, da una mutualità intesa come gestione di servizio in favore dei soci, riferita allo scambio mutualistico realizzato nell'ambito sociale di ciascuna BCC, a una mutualità di sistema da riferirsi allo scambio e al vantaggio mutualistico (realizzato da ciascuna BCC in quanto aderente ad un gruppo) che si riflette e si espande alle compagini sociali dell'aggregato cui appartengono; ciò nel contesto di un più ampio rafforzamento del nesso con le formazioni e le imprese sociali nel loro complesso<sup>61</sup>, con iniziative verso il terzo settore e di matrice ESG<sup>62</sup>.

Va da sé che questa seconda prospettiva vede le BCC - e in generale le banche di piccola dimensione - come veicolo di crescita circolare e di strumento di inclusione finanziaria; ipotesi di recente confermata anche dalla *World Bank* che ha collocato attraverso la sua istituzione finanziaria, *l'International Finance Corporation (IFC)*, una nuova categoria di obbligazioni sociali (dopo green bond, social bond e sustainability bond), il Gender bond, stabilendo che il denaro raccolto dal prestito obbligazionario fosse distribuito a banche e intermediari finanziari locali tenuti poi ad impegnarlo in determinate attività a favore delle donne<sup>63</sup>.

Pervenendo ad una prima conclusione, non può sottacersi che la carica innovativa oggi riscontrabile nell'azione delle BCC potrebbe essere potenziata ove il raccordo operativo tra le medesime avvenisse all'interno di un modello aggregativo IPS<sup>64</sup> (che peraltro era quello inizialmente proposto da Federcasse)<sup>65</sup>. Orienta in tal

---

<sup>60</sup> Cfr. SEPE, *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, cit., p.75.

<sup>61</sup> Sulla necessità di “*un'economia migliore per avere una società migliore*”, si è espresso il Premio Nobel Edmund Phelps, ospite il 2 giugno 2022 del Festival dell'economia di Trento, cfr. BUFACCHI, *Phelps: ripensare l'economia, i governi creino nuova visione*, in *Il Sole 24 ore*, 3 giugno 2022.

<sup>62</sup> Cfr. RINALDI, *Bcc Iccrea, microcredito e ambiente per crescere. La spinta sul territorio*, in *Corriere della Sera*, 18 giugno 2022, p. 40.

<sup>63</sup> Cfr. MONTI, *Bond di Genere, dalla Banca mondiale una nuova asset class*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 maggio 2022.

<sup>64</sup> Cfr. ACCETTELLA, *op. cit.*, p. 51 ss.; COSTI, *Il gruppo cooperativo bancario paritetico*, cit., p. 379; LAMANDINI, *Il gruppo bancario paritetico: profili di diritto societario e antitrust*, in *Banca*

senso la felice sperimentazione di tale modello in numerosi Paesi UE (Germania, Austria, Spagna, Polonia)<sup>66</sup>: da questa emerge, infatti, che la peculiare formula di coordinamento operativo tra i partecipanti ad un 'sistema di tutela' - affiancata dalla possibilità di un supporto finanziario conseguibile da questi ultimi in situazioni di crisi non tracimate in dissesto - consente che lo sviluppo della categoria avvenga nel contesto di un'autonomia gestionale correlata alla differenziazione soggettiva che lo schema ordinatorio di cui trattasi conserva tra tutti gli aderenti.

Sotto il profilo della vigilanza, non vi è dubbio che questa debba essere "incisiva, non omologante"<sup>67</sup>, ragione per cui sarebbe auspicabile sia il superamento dell'equazione che discende dal dettato dell'art. 40 del Reg. 806/2014 in virtù del quale le BCC sono *significant* solo perché affiliate al Gruppo bancario cooperativo, sia l'individuazione di nuove regole che tengano conto della specificità di tale modello aggregativo<sup>68</sup>. Ciò consentirebbe alle BBC di godere di una regolamentazione più adeguata alle loro strutture organizzative e ai loro modelli di *business*, e quindi di requisiti prudenziali meno stringenti, con ovvie ricadute positive in termini di costi. Per tal via si preserverebbe la biodiversità bancaria, punto di forza dell'intero sistema finanziario<sup>69</sup>. Allo stesso modo, superando una visione disillusa circa il valore dell'attuale conformazione del fenomeno del credito cooperativo, la categoria in parola troverebbe un punto di equilibrio, avrebbe più margini per percorrere quella via prima delineata di un rinnovato, più moderno e inclusivo legame con il territorio

---

*borsa tit. cred.*, 2003, I, p. 388; SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e dirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2015, n. 4, supplemento, p. 84 ss.; ROSSANO, PENNACCHIO, *Modelli di integrazione alternativi ai gruppi bancari cooperativi*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, n.3, p. 105 ss.; TROIANO, *La riforma delle bcc e i sistemi di tutela istituzionale*, ibidem, p. 181 ss.

<sup>65</sup> Cfr. SABBATELLI, *op. cit.*, p. 111 ss., in part. nota n. 67.

<sup>66</sup> Cfr. SABBATELLI, *op. cit.*, p. 70 ss., in part. nota n. 20.

<sup>67</sup> Cfr. MASERA, *ult. op. cit.*, p. 84; ANGELINI, *Proporzionalità nella Regolamentazione*, Roma, 30 settembre 2020, p. 1, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>68</sup> Risoluzione Buratti, C.7/00668 (7-00668); cfr. FEDERCASSE, *Audizione di Federcasse davanti alla VI Commissione Finanze della Camera in merito al cd. "Decreto Buratti"*, Roma, 14 luglio 2021, al sito [www.federcasse.it](http://www.federcasse.it).

<sup>69</sup> Cfr. ANGELINI, *op. cit.*, p. 2.

e con l'economia civile, offrendo al mercato un'operatività che sia sempre "promozionale"<sup>70</sup>, ma che possa competere ad armi pari e in modo efficiente in mercati sempre più diversificati dal punto di vista della soggettività, più digitalizzati e sempre meno intermediati.

**Illa Sabbatelli**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università Telematica San Raffaele di Roma*

---

<sup>70</sup> Cfr. FAUCEGLIA, *op. cit.*, p. 574.

## VIGILANZA PRUDENZIALE E INTELLIGENZA ARTIFICIALE \*

*(Prudential supervision and Artificial Intelligence)*

**ABSTRACT:** *The Proposal for a European regulation on artificial intelligence contains, inter alia, a few statements regarding Artificial Intelligence that should not be underestimated. In essence, it is proposed that the financial supervisory authorities (and therefore also those of prudential supervision) carry out the task of supervisors of artificial intelligence (see Recital 80). The Proposal also provides that high-risk artificial intelligence systems are subjected to a conformity assessment regime (see Article 41). The Prudential Banking Supervisors are not equipped to do this and in fact it is not appropriate for them to do so. This is particularly clear at the European level. In fact, the supervisory mandate entrusted to the ECB is strict within the limits of Article 127 (6) TFEU. It is doubtful that a European regulation can entrust it with the role of supervisor of artificial intelligence without going ultra vires (we have seen in the past that the ECB has been cautious about the possibility of intervening in other matters, such as anti-money laundering). The doubt seems to be confirmed by the opinion that the ECB itself sent to the national legislators in relation to the Proposal. In reality it is desirable that the Authorities of Prudential supervision continue to do what they have always had to do: prudential supervision. If the bank uses artificial intelligence, the supervisor will have to equip itself with the necessary skills and resources (including human), but this will not make the supervisor a supervisor on the technology market, nor will it make him a guarantor of individual rights.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Tecnologia e processi interni. – 3. Il Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale. – 4. I rischi di confusione fra vigilanza prudenziale e vigilanza sull'intelligenza artificiale. – 5. Il ruolo della BCE. – 6. Chi deve vigilare sull'intelligenza artificiale? – 7. Conclusioni (provocatorie).

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Ho indugiato sul titolo da attribuire a questo intervento. Inizialmente avevo pensato a un più ambizioso: *“la vigilanza prudenziale sull’intelligenza artificiale”*. Ma non ne esiste una, almeno non specifica, e non sono poi così sicuro che un tale compito spetti alle autorità di vigilanza prudenziale. E, se spetta loro, non saprei dire, con assoluta precisione, in che misura.

Si poteva anche utilizzare un dubitativo: *“quale vigilanza prudenziale sull’intelligenza artificiale?”*. O, ancora, si poteva cercare di qualificare e circoscrivere la domanda: *“quale vigilanza prudenziale sull’utilizzazione dell’intelligenza artificiale da parte delle banche?”*.

Ma sembra più onesta una formulazione più semplice e piana: *“Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale”*. Lascia più spazio; e ce n’è bisogno perché il tema è tutto da indagare.

2. Partiamo dal diritto positivo. Le banche fanno uso crescente di tecnologie per automatizzare i processi interni<sup>1</sup>. Ciò non sfugge alla supervisione: la direttiva sui requisiti di capitale (CRD, art. 74) e la sua trasposizione nel testo unico bancario (t.u.b.)<sup>2</sup> e nelle disposizioni di vigilanza<sup>3</sup> richiedono alla supervisione di verificare che la banca si doti di un’adeguata organizzazione interna<sup>4</sup>. Ciò evidentemente non

---

<sup>1</sup>Si vedano, da ultimo, R. Baskerville, F. Capriglione, N. Casalino, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss.; M. Pellegrini, *L’intelligenza artificiale nell’organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in questa *Rivista*, 2021, I, p. 422 ss. Sia anche consentito rinviare a R. Lener, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in questa *Rivista*, suppl. 2021, p. 108.

<sup>2</sup>In particolare, direi, l’articolo 67 t.u.b. che offre la base giuridica alle conseguenti disposizioni di vigilanza.

<sup>3</sup>Titolo IV - Governo societario, controlli interni, gestione dei rischi.

<sup>4</sup>In assenza di precedenti giurisprudenziali in relazione alla materia che ci occupa, è utile ricordare che ogni carenza organizzativa di rilievo può integrare la violazione dell’articolo 74 della CRD. Nel caso *Versobank*, la Corte di Giustizia dell’Unione europea ha ritenuto che la carente organizzazione interna in materia di contrasto al riciclaggio integrasse, anche, una violazione dell’articolo 74. Poiché la Banca Centrale Europea non ha competenze di vigilanza in materia di contrasto al riciclaggio, se ne può inferire che anche in materia di incauto ricorso all’intelligenza artificiale la banca possa incorrere in una violazione dell’articolo 74; cfr. Corte di Giustizia UE, 6 ottobre 2021,

esclude che la vigilanza possa (anzi, debba) verificare se tra i processi che la banca adotta ve ne siano alcuni gestiti, in tutto o in parte, con l'ausilio di tecnologie di intelligenza artificiale.

Facciamo un paio di esempi per capire la rilevanza della questione: se una banca fa uso di modelli interni per il calcolo dei requisiti di capitale ponderati per i rischi (*risk weighted assets*), l'autorità di vigilanza deve poter verificare e, se del caso, sindacare come si sia giunti a un dato risultato. La conclusione non cambia, non può cambiare, se i modelli interni per calcolare il capitale siano, o si servano di, tecnologie di intelligenza artificiale<sup>5</sup>.

Similmente, gli ispettori che si rechino presso una banca devono poter verificare come essa valuti il merito di credito dei suoi clienti, sia che la valutazione venga condotta da un funzionario persona fisica, sia che la valutazione venga condotta da un'intelligenza artificiale o con l'ausilio di essa.

Quindi le autorità di vigilanza (BCE e Banca d'Italia) possono, devono, vigilare sulle banche, e se queste utilizzano l'intelligenza artificiale, anche essa entra nel sindacato della vigilanza<sup>6</sup>.

Il problema non è tanto se il sindacato della BCE e quello della Banca d'Italia possano in astratto conoscere di intelligenza artificiale. Il problema è, piuttosto, in che misura e *sino a che punto* la vigilanza prudenziale possa spingersi in questo

---

casi riuniti T-351/18 e T-584/18, *Ukrseļhosprom PCF e Versobank v ECB*, non pubblicata ma disponibile su *curia.eu*.

<sup>5</sup>Sul punto può essere utile consultare alcuni *paper* del Comitato di Basilea, pur se, per dire così, “di primo approccio”, nei quali si introduce il concetto (allo stato piuttosto generico) di “SupTech”, con riferimento alla utilizzazione di “big data” o dell'intelligenza artificiale come “tools used by financial authorities”; cfr. ad es. S. Castri, S. Hohl, A. Kulenkampff, J. Prenio (2019), *The Suptech Generations*, <https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm>

<sup>6</sup>Entrambe le autorità hanno iniziato a dotarsi degli strumenti necessari. La Banca Centrale Europea ha dato vita a un *Artificial Intelligence hub* (Bringing artificial intelligence to banking supervision ([europa.eu](http://europa.eu))). La Banca d'Italia ha da tempo favorito la pubblicazione di studi in materia di intelligenza artificiale. Ne sono esempi: M. Moscatelli, S. Narizzano, F. Parlapiano, G. Viggiano, *Corporate default forecasting with machine learning*, Temi di discussione (Economic working papers) n. 1256, Banca d'Italia, 2019; G. Cascarino, M. Moscatelli, F. Parlapiano, *Explainable Artificial Intelligence: interpreting default forecasting models based on Machine Learning*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n. 674, Banca d'Italia, 2022.



campo, senza correre il rischio di snaturarsi (andando al di là della sana e prudente gestione) e senza correre l'ulteriore rischio di sovrapporsi ad altre autorità, come quelle per i dati personali, della *cyber*-sicurezza o della concorrenza.

3. In questo contesto si inserisce la nota Proposta di regolamento europeo in materia di intelligenza artificiale<sup>7</sup>. Nota ma, verrebbe da dire, non abbastanza.

Nella Proposta – che per la gran parte non si occupa di banche, né di sistema finanziario – è inserita, quasi *distrattamente*, qualche affermazione da non sottovalutare. In sostanza, si propone che le autorità di vigilanza finanziaria (e quindi anche quelle di vigilanza prudenziale) svolgano il compito di supervisori dell'intelligenza artificiale.

In particolare, nel (non limpidissimo) considerando 80 della Proposta si legge: “... è opportuno che le autorità responsabili del controllo e dell'applicazione della normativa in materia di servizi finanziari, compresa, se del caso, la Banca centrale europea, siano *designate come autorità competenti ai fini del controllo dell'attuazione del presente regolamento, anche in relazione alle attività di vigilanza del mercato, per quanto riguarda i sistemi di IA forniti o utilizzati da istituti finanziari regolamentati e sottoposti a vigilanza*”.

Non solo: la Proposta vorrebbe modificare alcune disposizioni della CRD per integrare nel quadro prudenziale elementi inerenti la valutazione di tecnologie di intelligenza artificiale.

Si è detto come la CRD (art. 74) preveda già che le banche debbano dotarsi di solidi dispositivi di governo societario, di una chiara struttura dell'organizzazione, nonché di processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi ai quali esse sono o potrebbero essere esposte.

La Proposta stabilisce che tutti i soggetti che utilizzino sistemi di intelligenza

---

<sup>7</sup>Proposta di Regolamento del parlamento europeo e del consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione (COM(2021) 206 *final*).

artificiale, in particolare quelli ritenuti ad “alto rischio”<sup>8</sup> - vale a dire sistemi o forme di profilatura degli individui capaci di intromettersi nella sfera dei diritti della persona - debbano dotarsi di un sistema di gestione dei rischi.

Per le banche, la Proposta vorrebbe chiarire come la gestione dei sistemi di intelligenza artificiale ricada nell’ambito delle regole di *governance* interna. In questo senso, l’articolo 9, paragrafo 8, della Proposta rimanda esplicitamente alla CRD stabilendo che, per le banche, i sistemi di gestione dell’intelligenza artificiale “fanno parte delle procedure di gestione dei rischi ... a norma dell'articolo 74 di tale direttiva”. Un’impostazione analoga è seguita per il controllo di qualità dei sistemi di intelligenza artificiale (v. art. 17 della Proposta, e in particolare il paragrafo 3, che rimanda ai meccanismi di *governance* delle banche di cui all’art. 74 CRD).

Qui emerge una prima difficoltà interpretativa. La Proposta mira a regolare, in primo luogo, i fornitori (*provider*) di sistemi di intelligenza artificiale. Coloro che fanno uso di tali sistemi (*user*) vengono pure in rilievo, ma spesso solo in via riflessa o mediata.

Poiché, nella maggior parte dei casi, le banche *acquistano* tecnologie piuttosto che svilupparle, è lecito domandarsi se il rapporto tra la Proposta e la CRD muti a seconda che la banca sia fornitore o mero utente di tecnologie di intelligenza artificiale.

È utile, di nuovo, fare un esempio. Gli articoli 18, 19 e 20 della Proposta vorrebbero imporre ai *fornitori* di intelligenza artificiale, rispettivamente, ( i ) di redigere la documentazione tecnica che spieghi la tecnologia adottata, ( ii ) di osservare le norme per valutare la conformità della tecnologia prima della sua ‘immissione nel mercato’, nonché ( iii ) di predisporre un sistema di conservazione dei *log* generati

---

<sup>8</sup>In relazione ai sistemi di IA ad alto rischio è istituito, attuato, documentato e mantenuto un sistema di gestione dei rischi. (in particolare: “*la procedura di valutazione della conformità e alcuni degli obblighi procedurali dei fornitori in materia di gestione dei rischi, monitoraggio successivo alla commercializzazione e documentazione*”).

automaticamente dal sistema di intelligenza artificiale<sup>9</sup>.

Tutte queste disposizioni chiariscono poi che, qualora il *fornitore* sia una banca, queste tre attività devono essere ricondotte al robusto sistema di *governance* di cui all'art. 74 della CRD. Ma è improbabile che una banca compia tali attività. Sarà, piuttosto, il fornitore del *software*, che la banca di volta in volta utilizzi, a essere soggetto a siffatti obblighi.

L'altra area di sovrapposizione tra la Proposta in esame e il diritto bancario, per dir così, *ordinario* è forse ancora più delicata.

L'art. 43 della Proposta prevede che i sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio siano sottoposti a un regime di valutazione di conformità: devono cioè rispondere a precisi requisiti tecnici (v. art. 41) prima di poter essere forniti ed utilizzati.

Ancora una volta è il *fornitore* a dover *dimostrare la conformità* di un sistema di intelligenza artificiale ad alto rischio, a seguito di una procedura di auto-verifica (v. allegato VI) oppure attraverso una procedura di valutazione da parte di un soggetto terzo (i.e., un organismo notificato di cui all'allegato VII).

Nel caso in cui il sistema di intelligenza artificiale sia fornito o 'messo in servizio' (*sic!*) da una banca, la Proposta stabilisce che "la valutazione della conformità è effettuata nell'ambito della procedura di cui agli articoli da 97 a 101".

La procedura in parola è il processo di revisione e di valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, più noto come SREP), vale a dire l'atto dalla più marcata connotazione prudenziale che ogni supervisore deve compiere su base annuale per valutare la situazione – non solo patrimoniale – della banca. In questo modo, la Proposta, qualora approvata, trascinerrebbe l'autorità di vigilanza prudenziale nell'agone dell'intelligenza artificiale, chiamandola a competere su un

---

<sup>9</sup>Nel gergo tecnico che si vuole positivizzare, per *log* si intende, essenzialmente, una informazione o, più propriamente, un evento. Generalmente lo si esprime con una linea di testo contenente informazioni; ad esempio un *timestamp*, e cioè il momento nel quale un evento è avvenuto; dove è avvenuto, cosa è avvenuto, e se quello che è avvenuto è giudicato dal sistema come giusto, sbagliato, buono, pericoloso e così via. Una sorta di registro storico delle operazioni compiute dal sistema in relazione a un momento del suo funzionamento.

terreno che certo non è quello di sua elezione.

4. Si tratta di modifiche potenzialmente molto rilevanti. Per fare un esempio concreto: se la banca ‘mette in uso’ il meccanismo di valutazione del merito creditizio cui si è fatto cenno all’inizio, ne conseguirebbe che l’autorità di vigilanza dovrebbe valutarne la conformità (come? a quale standard?) e sorvegliarne il mercato (quale mercato? e se si tratta di un applicativo sviluppato in casa dalla banca?).

In realtà, a mio modo di vedere, se la Proposta dovesse essere approvata così com’è, in Italia avremmo già gli strumenti giuridici e l’esperienza per affidare il compito alla Banca d’Italia. Abbiamo già vissuto conflitti di attribuzione tra autorità (per esempio in materia antitrust<sup>10</sup>) e il legislatore ha saputo trovare un assetto: se ne potrà trovare uno nuovo, magari immaginando una cooperazione tra vigilanza prudenziale, tutela dei consumatori (autorità garante della concorrenza) e tutela dei dati personali dei clienti (autorità garante dei dati personali).

Il problema è, piuttosto, a livello europeo.

Il mandato di supervisione affidato alla BCE è stretto, infatti, nei limiti dell’Articolo 127(6) TFUE. Non sono sicuro che un regolamento europeo<sup>11</sup> possa affidarle il ruolo di supervisore dell’intelligenza artificiale senza andare *ultra vires* (abbiamo visto in passato che la BCE è stata cauta rispetto alla possibilità di intervenire in altre materie, come l’anti-riciclaggio<sup>12</sup>).

Il dubbio sembra trovare conferma nell’opinione che la stessa BCE ha inviato ai co-legislatori nazionali in relazione alla Proposta: “*The ECB’s tasks should be limited to the prudential supervision of credit institutions. They should not include the supervision of products for the purpose of ensuring consumer protection*”.

---

<sup>10</sup>Consiglio di Stato, VI, 16 ottobre 2002, n. 5460, in *Concorrenza e mercato*, 11/2003, p. 131 e ss., con nota di F. Ghezzi, *Il Consiglio di stato e la ripartizione di competenze tra Autorità Garante e Banca d’Italia: tanto rumore per nulla?*

<sup>11</sup>La cui base giuridica è diversa: 114 TFUE.

<sup>12</sup>Ma v. ora Corte di Giustizia UE, 22 giugno 2022, caso T-797/19, *Anglo Austrian e Belegging-Maatschappij "Far-East" BV v ECB*, non pubblicata ma disponibile su *curia.eu*.

In pratica: se la banca utilizza l'intelligenza artificiale per valutare il merito di credito di un cliente (per rimanere nell'esempio proposto poc'anzi), la BCE può e deve valutare siffatta tecnologia sotto il profilo della sana e prudente gestione, ma non sotto il profilo della tutela del cliente cui venga erogato o rifiutato il finanziamento richiesto. Il cliente deluso, perché ritenuto immeritevole del mutuo, si dovrà rivolgere all'autorità di tutela dei consumatori. Quello che ritenga la sua *privacy* violata dovrà lamentarsi con il suo garante. Ma, secondo la BCE, direi giustamente, nessuno dovrebbe pensare di rivolgersi al supervisore bancario.

5. È comprensibile che la BCE in questo campo voglia autolimitarsi. Al di là del dato normativo, le autorità di vigilanza prudenziale non sono equipaggiate per diventare, da un giorno all'altro, autorità di sorveglianza della tecnologia.

La BCE lo dice chiaramente nella sua opinione sulla Proposta di direttiva: *'The proposed regulation defines the 'market surveillance authority' as 'the national authority carrying out the activities and taking the measures pursuant to Regulation (EU) 2019/1020'. The ECB suggests that, to be consistent with the ECB's prudential supervisory competence under Article 127(6) of the Treaty and the SSM Regulation, the text of the proposed regulation should unambiguously clarify that the ECB is not designated as a market surveillance authority or entrusted with any market surveillance activities'*<sup>13</sup>.

Le ragioni che portano a questa sorta di autolimitazione sono peraltro già state accennate. Non si tratta solo di un problema di competenze tecniche.

La sorveglianza di un mercato come quello dell'intelligenza artificiale non ha natura intrinsecamente prudenziale.

L'obiettivo non è quello di mantenere la stabilità finanziaria, ma di evitare che chi utilizzi l'intelligenza artificiale possa abusarne, a scapito di interessi e diritti individuali. Un punto, questo da ultimo citato, su cui la BCE è chiarissima: *'Conse-*

---

<sup>13</sup>*Opinion of the European Central Bank of 29 December 2021 on a proposal for a regulation laying down harmonised rules on artificial intelligence (CON/2021/40).*

quently, the ECB understands that the Union legislator does not intend that the ECB acts as a market surveillance authority in relation to credit institutions under its supervision under the proposed regulation. This conclusion is in line with the recitals of the SSM Regulation, which clarify that the national authorities are competent to ensure a high level of consumer protection’.

6. Se non sono le autorità di vigilanza prudenziale a vigilare sull’intelligenza artificiale, chi deve farlo?

La domanda non è nuova, e me la sono già posta con riguardo all’utilizzazione di algoritmi nella prestazione di servizi di investimento<sup>14</sup>.

Per quanto concerne le banche la risposta non è agevole. La BCE esprime una posizione di buon senso. In generale, se si deve ritenere che le tecnologie siano un mercato a sé, e che un tale mercato abbia bisogno di regole e vigilanza, allora l’autorità chiamata a fare la supervisione deve avere le competenze specifiche necessarie.

Non è facile immaginare che la vigilanza sull’intelligenza artificiale sulle banche sia dissociata da quella sugli altri soggetti che fanno uso delle medesime tecnologie. E forse questo è il punto: la vigilanza tecnologica non sembra poter seguire il modello di vigilanza *per soggetti* che, in massima parte, seguiamo in Europa e in Italia per le banche.

Per la tecnologia, sembra forse più opportuno un modello di vigilanza *per attività*, considerato che la medesima tecnologia di intelligenza artificiale può servire alla banca per profilare un cliente, così come a un *social network* per offrire una pubblicità su misura agli utenti o anche a un ristoratore per prevedere il numero medio di avventori nel corso di una stagione.

Non di meno, se una banca utilizza l’intelligenza artificiale, di certo il supervi-

---

<sup>14</sup>R. LENER, *Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, in *Rivista di diritto bancario*, suppl., gennaio-marzo, 2020, p. 200 e ss.

sore prudenziale deve esserne al corrente e avere gli strumenti per verificare che ciò non implichi dei rischi per il governo societario, la stabilità patrimoniale e, in generale, l'attività della banca.

Si tratta di un *quid* minimo di supervisione prudenziale che, a mio modo di vedere, è già incluso nella formulazione attuale dell'articolo 74 della CRD, là dove si richiede che la banca si doti di un solido sistema di *governance*.

E nella nostra epoca, un solido sistema di *governance* richiede anche la capacità di gestire l'intelligenza artificiale, ove la banca decida di farne uso.

7. Concludo allora con una provocazione: a che servono le previsioni in materia di vigilanza prudenziale inserite nella Proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale?

A poco, forse a niente.

Le autorità di vigilanza prudenziale continueranno a fare quello che hanno sempre dovuto fare: la vigilanza prudenziale appunto. Se la banca si serve di intelligenza artificiale, il supervisore dovrà dotarsi delle competenze e delle risorse (anche umane) necessarie.

Ma questo non farà del supervisore un'autorità di vigilanza sul mercato delle tecnologie, né ne farà un garante di diritti individuali.

È bene che il supervisore si occupi di stabilità finanziaria, nell'interesse di tutti (senza dimenticarsi dell'intelligenza artificiale, certamente, ma solo se e in quanto essa possa mettere a rischio la stabilità finanziaria).

**Raffaele Lener**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata*

## **FINANZA DIGITALE: OPPORTUNITÀ, PROFILI DI ATTENZIONE E RUOLO DELLA SUPERVISIONE FINANZIARIA \***

*(Digital finance: opportunities, attention profiles, and the role of  
Financial Supervision)*

**ABSTRACT:** *The speech depicts the general framework in which the regulatory bodies in financial sector have been operating. After an introductory outline of the financial system and its objectives, the analysis shifts to the framework of the financial business operators and of the regulatory bodies. The market is organised and fragmented in financial conglomerates, where cross activities take place and where potentially it is easier for the regulatory bodies to exercise their control. In this context, the different models of supervision will be scrutinised, together with the attempts, made at European level, to comply with the international standards.*

*The first part is focused on the importance of ESG factors. With regards to ESG investing, regulators have imposed mandated controls on areas such as the design of a fund, ESG investment strategies and disclosure requirements.*

*The central part is dedicated to the description of global dynamics and to the current situation to overcome the systemic crisis – Covid19 a pandemia and Russian attack against Ukraine - affecting the market.*

*With some concluding remarks we will try to prospect possible different solutions to the crisis, solutions that don't necessarily coincide with the actual decisions to reform the system taken at European level.*

Buon pomeriggio a tutti,

Ringrazio il Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici dell'Università Parthenope di Napoli, il Professore Francesco Capriglione e il Professore Diego Rossano per avermi invitata a partecipare a questo Convegno, dedicato a un tema di grande

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.



interesse e attualità.

In un settore fortemente regolamentato come quello finanziario, il contenuto e l'incisività delle regole giocano un ruolo fondamentale nell'influenzare le strategie degli intermediari e le modalità di finanziamento dell'economia. Il titolo del presente convegno suggerisce di guardare alle regole introdotte nell'ultimo ventennio soprattutto alla luce delle crisi susseguitesesi negli ultimi due anni. Già la pandemia – che ha inciso in modo così profondo sulla vita delle famiglie e sull'attività delle imprese – ci aveva imposto di ripensare e ridefinire comportamenti, regole, modelli organizzativi sia nella sfera privata sia in quella pubblica. Gli eventi sconvolgenti di questi ultimi mesi, poi, oltre a sgomentarci per i costi umani che stanno causando e per avere posto in discussione valori chiave della convivenza internazionale, hanno messo di fronte ai nostri occhi la necessità di ripensare alcuni comportamenti del nostro vivere collettivo.

Le ripercussioni di questi due eventi sulle prospettive di redditività delle banche e sulle finanze pubbliche a medio termine dovranno essere affrontate in modo che il sistema finanziario italiano possa continuare a sostenere la ripresa economica.

Come ho sottolineato in occasione del convegno organizzato lo scorso 9 maggio sulla finanza sostenibile, è indispensabile elaborare una proposta politica che riconscepisca, anche in chiave sostenibile, le scelte interne sul fronte dell'energia, della finanza e della società. Siamo dinanzi a un bivio storico, le decisioni che prendiamo e che prenderemo saranno fondamentali per il futuro del nostro ecosistema e delle generazioni che verranno.

In quest'ottica, la Commissione banche – che ho l'onore di presiedere – sin dal suo insediamento ha acceso un faro sui profili di sostenibilità degli strumenti finanziari distribuiti dagli intermediari, ponendo particolare attenzione sul rischio del c.d. *“greenwashing”* e sulla necessaria tutela del risparmio ex art. 47 della Costituzione.

I casi di *greenwashing* stanno emergendo ogni giorno in Europa e negli Stati Uniti. Il segmento degli investimenti sostenibili o ESG (*Environmental, Social, and Corporate Governance*) ha avuto una crescita esponenziale senza precedenti, passato da prodotto di nicchia soltanto 15 anni fa fino al record di 2,7 mila miliardi di dollari di asset gestiti dai fondi ESG nel 2021. Il rischio è che dietro parole come green, ESG, sostenibile, social bond si nascondano soltanto operazioni di marketing, con informazioni ambientali fuorvianti, vaghe, non attendibili e nessuna prova concreta degli obiettivi di sostenibilità, che, invece, dovrebbero essere la matrice degli stessi.

“Futuro” significa anche digitalizzazione, soprattutto per quanto concerne il sistema bancario e finanziario.

L'uso di nuove tecnologie per consentire e potenziare le attività del settore finanziario può apportare benefici significativi, tra cui miglioramenti dell'efficienza, riduzioni dei costi, una migliore gestione dei dati e una maggiore trasparenza. Al tempo stesso, comporta rischi in ambiti quali la stabilità finanziaria, la criminalità finanziaria, i livelli occupazionali, e la protezione dei consumatori. Questi potrebbero aumentare ulteriormente a causa della frammentazione del panorama normativo nell'UE e degli sviluppi disomogenei nella regolamentazione del settore a livello mondiale. È pertanto necessario che l'UE crei un quadro normativo completo e stabile in materia. Il cambiamento di cui abbiamo bisogno è enorme e la digitalizzazione può accelerare radicalmente non solo la mobilitazione di fondi per lo sviluppo sostenibile, ma migliorarne anche l'uso attraverso una più corretta gestione del loro impatto sociale.

In questo scenario, i modelli distributivi e le pressioni commerciali sulla vendita dei prodotti finanziari pongono rilevanti profili di criticità sia sulla tutela del risparmio sia sul corretto funzionamento del sistema bancario e finanziario. Questo potrebbe orientare il comportamento degli operatori professionali, che prestano servizi di investimento, a discapito del perseguimento del miglior interesse del cliente. Per questi motivi, ho avviato in Commissione Banche un'indagine per verifi-

care il rispetto, soprattutto sostanziale, della disciplina di settore partendo anche dalle posizioni dei diversi sindacati. Le autorità di vigilanza devono agire nel pubblico interesse, svolgendo controlli effettivi sulla gestione del rischio, sul governo societario e sulla condotta delle banche, anche attraverso lo strumento del *mystery shopping*.

Non solo, la vigilanza bancaria e finanziaria dovrebbe intercettare anche le segnalazioni, i *rumors* provenienti da imprese e cittadini: è il caso del sistema di segnalazione attivo presso la Commissione banche. In tale ambito la Commissione analizza le segnalazioni di irregolarità per comportamenti scorretti e lesivi dei diritti dei clienti. Si tratta di un canale unico in politica che ho attivato fin dall'inizio della pandemia nell'ormai lontano aprile del 2020 e che nel tempo ha aiutato tantissimi cittadini. Oggi, grazie ai risultati raggiunti, è stato implementato con un sistema informatico all'avanguardia ideato con la collaborazione della Guardia di Finanza e della Camera dei Deputati.

Anche a livello europeo, la vigilanza deve garantire che gli istituti finanziari applichino correttamente e in maniera omogenea la normativa di riferimento comunitaria.

La crisi finanziaria scoppiata sul finire del 2008 ha evidenziato una serie di lacune al riguardo. I modelli di Vigilanza su base nazionale non sono riusciti a stare al passo con la globalizzazione delle attività finanziarie e con la realtà integrata e interconnessa dei mercati bancari e finanziari europei.

Di conseguenza l'UE ha intrapreso una serie di riforme per rivedere le modalità di regolamentazione e vigilanza del settore.

Nel settembre 2010, il Parlamento europeo ha, quindi, approvato un pacchetto legislativo che ha modificato il controllo e la vigilanza su banche, imprese assicurative e mercato finanziario, istituendo, tre autorità europee di vigilanza (*European supervisory authorities* - ESAs) – una di vigilanza sulle banche (EBA - *European Banking Authority*), l'altra di vigilanza del settore assicurativo (EIOPA - *European In-*

*urance and Occupational Pensions Authority*), la terza di vigilanza sul sistema finanziario (*ESMA - European Securities and Market Authority*).

Il SEVIF (*Il sistema europeo di vigilanza finanziaria*), in particolar modo, è divenuto operativo nel gennaio 2011 e il suo obiettivo principale è garantire che le norme applicabili al settore finanziario siano adeguatamente attuate negli Stati membri allo scopo di mantenere la stabilità finanziaria, promuovere la fiducia dei consumatori e offrire loro protezione. Tra le finalità rientrano anche lo sviluppo di una cultura di vigilanza comune e la promozione di un mercato finanziario unico europeo.

Il SEVIF è un sistema che combina la vigilanza microprudenziale, intesa a ridurre le probabilità di fallimento dei singoli istituti finanziari e, macroprudenziale, che riguarda, invece, l'esposizione a rischi comuni del sistema finanziario nel suo insieme ed è finalizzata a limitare le sue difficoltà per proteggere l'economia globale da perdite considerevoli del prodotto reale.

Successivamente, tra il 2013 e il 2014, per rispondere all'esigenza di dar vita a un sistema di vigilanza europeo centralizzato sulle banche e al fine di prevenirne e gestirne le crisi, salvaguardando le finanze pubbliche rispetto al rischio di *bail-out*, il legislatore europeo ha approvato una serie di disposizioni rivolte, per un verso, ad ampliare le funzioni della BCE, attribuendole compiti di vigilanza microprudenziale sulle banche di maggiori dimensioni e con operatività transfrontaliera (Regolamento UE n. 1024/2013 - Regolamento SSM), e dall'altro a dar vita a un Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism - SRM*), affidato al Comitato Unico di Risoluzione (*Single Resolution Board - SRB*), per la gestione delle crisi bancarie. La sovrapposizione tra il SSM e il SEVIF – animato, tra gli altri, dall'EBA, dall'ESMA e dall'ESRB – ha determinato un'architettura istituzionale così stratificata e procedure di cooperazione amministrativa così composite, da ingenerare non semplici forme di cooperazione fra le autorità coinvolte, dispersione di funzioni, confusione tra responsabilità reciproche e rallentamenti nelle procedure di intervento.

Le dinamiche suddette tendono a generare, quindi, situazioni di inefficacia e/o inefficienza nell'attività di vigilanza. Si avverte la necessità di un disegno di riforma che miri a creare i presupposti per regolamentare e vigilare, in una visione unitaria, i fenomeni creditizi e finanziari relativi ai diversi comparti del mercato.

I mercati globali, la finanza green, la nuova finanza digitale, richiedono una vigilanza sempre più armonizzata a livello europeo e non solo. Gli intermediari finanziari, come le banche, hanno un'operatività che non si limita più al panorama comunitario ma si affaccia su quello internazionale.

Occorre sviluppare e rendere maggiormente incisivo l'assetto di vigilanza nazionale sul settore finanziario, e rafforzare il modello europeo prendendo, ad esempio, come punto di riferimento il modello di vigilanza relativo al settore bancario. Incrementare le forme di controllo, arginare i principali fattori di rischio, che emergono sempre più a seguito delle crisi che stiamo vivendo negli ultimi tre anni e che hanno fortemente impattato sul sistema. Uno degli obiettivi della Commissione è senz'altro quello di analizzare gli assetti di vigilanza bancaria e finanziaria e le possibili iniziative di carattere legislativo. Con riferimento agli assetti di *governance* delle singole Autorità nazionali, che, allo stato attuale, vigilano sul settore, si registrano differenti modelli che potrebbero condurre, in alcuni casi, anche a composizioni sub-ottimali dei diversi collegi (a titolo esemplificativo si registrano differenze nel: numero e durata degli incarichi, presenza o meno di personale delle Autorità stesse negli Organi di vertice, applicazione del tetto agli stipendi, contratti nazionali di riferimento, procedimenti di nomina, presenza di divieti in termini di assunzione di incarichi per ex esponenti delle autorità di vigilanza/dipendenti delle stesse, ecc.). In materia sarebbe auspicabile armonizzare/semplificare la disciplina prevedendo regole più chiare finalizzate, ad esempio, a garantire una composizione "*multidisciplinare*" dei collegi con esponenti in parte provenienti dal mercato e in parte espressione della stessa Autorità. I modelli *governance* dovrebbero garantire il reclutamento, anche sul mercato, di personale altamente qualificato nonché la valorizza-

zione dell'esperienza lavorativa e delle specifiche competenze maturate dal personale delle Autorità stesse. Si potrebbe, ad esempio, superare il vigente modello "ibrido" di vigilanza (per finalità e per soggetti), con il passaggio ad altri modelli che potrebbero semplificare gli attuali assetti garantendo anche una più netta suddivisione dei poteri e delle relative responsabilità.

Basti pensare a quello che accade oggi con il fenomeno delle criptovalute, dove la mancanza di certezza del diritto e l'assenza di un regime di regolamentazione e di vigilanza specifico e coerente hanno infatti, fino ad oggi, costretto gli operatori attivi nel settore delle cripto attività a familiarizzare con le legislazioni di diversi Stati membri, a ottenere diverse autorizzazioni nazionali e a conformarsi a leggi differenti tra loro. Tutti fattori che hanno contribuito alla determinazione di costi elevati e causato un freno allo sviluppo e all'espansione di tali attività. Allo stesso tempo significativi rischi per gli investitori, soprattutto *retail*.

La recente proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività, che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, il cosiddetto Regolamento europeo MiCA, mira alla certezza del diritto, al sostegno all'innovazione e alla concorrenza leale, alla tutela del consumatore e alla stabilità finanziaria, inserendosi in un pacchetto di riforme che insegue l'obiettivo di rendere il settore finanziario dell'Unione Europea più competitivo, promuovendo un'innovazione responsabile con regole più sicure per i consumatori, e allo stesso tempo, più favorevoli allo sviluppo digitale.

Sul punto l'attenzione della Commissione rimane altissima. Sono state svolte numerose audizioni che hanno affrontato il tema, e personalmente ho presentato un'interrogazione parlamentare, rivolta ai Ministri competenti, con il fine di garantire una maggiore certezza del diritto attraverso una cornice regolamentare chiara che favorisca uno sviluppo del settore e che possa imporsi come una legislazione di primo livello in grado di racchiudere e armonizzare gli interventi legislativi emanati dagli Stati membri.

Il discorso della finanza digitale, delle criptovalute non può esimersi da considerazioni anche in tema di cybersicurezza. Come si può evincere dalla Strategia dell'UE in materia per il decennio digitale della Commissione Europea, circa i due quinti degli utenti UE avrebbero sperimentato, negli ultimi tre anni, problemi riguardanti la sicurezza, mentre un terzo degli utenti avrebbe ricevuto e-mail o telefonate fraudolente in cui si richiedevano dati personali. Tra i fenomeni di truffe online non c'è solamente il *phishing*.

Secondo il rapporto annuale della Polizia Postale, i casi di truffe online lo scorso anno sono aumentati del 27%, per un totale di oltre 18 mila reati di furto di credenziali per l'accesso a sistemi di home banking, di numeri di carte di credito, di chiavi private di *wallet* di criptovalute.

Il valore complessivo è di 36 milioni di euro sottratti in Italia. Per quanto concerne i furti di identità, sono stati 1,8 milioni gli allarmi rilevati sul dark web, in crescita di quasi del 60% rispetto al 2020.

L'Italia è al sesto posto assoluto tra i Paesi più colpiti al mondo per furto di email e password online.

Nel mirino ci sono, non soltanto il denaro, ma soprattutto i dati personali.

A meno di un mese dall'approvazione, da parte del Comitato interministeriale per la Cybersicurezza della Strategia nazionale di Cybersicurezza (2022-2026) e l'annesso Piano di implementazione, le sfide che si propongono sono fondamentali: protezione degli asset strategici nazionali; risposta alle minacce, agli incidenti e alle crisi *cyber* nazionali, attraverso sistemi di monitoraggio, rilevamento, analisi e attivazione di processi che coinvolgano l'intero ecosistema di cybersicurezza nazionale; sviluppo sicuro delle tecnologie digitali attraverso strumenti e iniziative volte a supportare i centri di eccellenza, le attività di ricerca e le imprese. In questo contesto la finanza digitale deve giocare un ruolo primario. Al fine di rafforzare la sicurezza informatica di entità finanziarie come banche, compagnie assicurative ed imprese di investimento, l'UE ha presentato nel regolatorio della strategia sulla cosiddetta

*“finanza digitale”*, in essa comprese il mercato delle criptovalute (proposta MiCA) e della tecnologia di contabilità distribuita (proposta DLT), che tende, da un lato a favorire lo sviluppo tecnologico e, dall’altro, a garantire stabilità finanziaria e protezione dei consumatori.

La tecnologia da un lato e la sostenibilità dall’altro devono infatti rappresentare le priorità dell’agenda europea, per realizzare un’economia innovativa basata su una tecnologia umano-centrica, affidabile e sicura.

L’imponente riflesso che, prima la pandemia e poi la guerra, hanno avuto sull’economia globale impongono scelte responsabili e imminenti da parte di tutti gli attori in gioco, al fine di garantire un futuro realmente sostenibile alla nostra terra e alle generazioni future.

Qui è in gioco la sopravvivenza del genere umano.

Il Pianeta è in grado di andare avanti, anche senza di noi.

Sono certa che questa Platea, così ben rappresentativa del mondo accademico, delle Istituzioni e del settore finanziario potrà contribuire a sviluppare una forte sensibilità a queste tematiche e dare impulso ad azioni concrete e responsabili.

Vi ringrazio per l’attenzione.

**Carla Ruocco**

*Presidente della Commissione bicamerale  
d’inchiesta sul sistema bancario e finanziario*



## SUGLI EFFETTI ECONOMICI DELLE DECISIONI GIUDIZIALI \*

*(On the economic effects of court decisions)*

**ABSTRACT:** *In this essay, the Author discusses the issue of whether – in adjudicating - the judge should take into account the economic effects of his or her decisions. According to the formalistic conception of the interpretation of law, the judge should adhere only to the "law" without reference to external interests. Therefore, he or she should not take into consideration the economic effects of decisions. However, examination of case law in practice shows that judges often take these effects into account when legitimizing atypical economic transactions, and, at other times, using formal criteria, disregard them. Whereas, the judge is not obliged, as one direction of economic analysis of law claims, to judge in a manner consistent with the interests of the market, but must take into account the general interest, and thus fundamental rights , constitutional values and so on, examination of the emblematic cases proposed here reveals that judges do take into account the economic effects of their decisions, and when they do not, they create market distortions, because the operator will go in search of the most favorable law (choice of law) and the most favorable competent judge (forum conveniens) to escape an uneconomic interpretation.*

**SOMMARIO:** 1. Il problema. - 2 La soggezione del giudice "soltanto alla legge" . -3. L'interpretazione economica - 4. Casi eclatanti. Leasing, performance bond. - 5. Credito al consumo. - 6. Contratti derivati.

1. Il mio intervento può apparire un po' eccentrico rispetto al tema di fondo del convegno organizzato dal prof. Diego Rossano, che ringrazio molto per l'invito, così come ringrazio il prof. Francesco Capriglione che autorevolmente lo presiede. Il convegno si occupa della supervisione finanziaria dopo due crisi e cerca di delineare

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

le prospettive che si aprono ad una economia così martoriata; si pone anche il tema dell'intervento legislativo e del controllo delle attività da parte delle autorità amministrative indipendenti. In questo contesto, essendo civilista, vorrei soffermarmi sul controllo delle attività private, in particolare delle attività negoziali, parlando però non di quello effettuato dalle autorità indipendenti, che pure è assai cospicuo nella materia della concorrenza, della comunicazione, dei contratti bancari e finanziari ma di quello effettuato dai giudici. Ciò perché da un lato la giurisprudenza, considerata ormai, e a buona ragione, una delle fonti dell'ordinamento, è determinante per la crescita del mercato e la soluzione delle crisi; e, dall'altro lato, perché il controllo giudiziale è ultimativo nella determinazione della validità o meno delle operazioni economiche. Gli orientamenti della giurisprudenza dunque condizionano pesantemente il mercato. È un discorso che va al di là dell'intervento del legislatore e dei confini più o meno lati dell'autonomia privata.

Nei suoi profili generali, il tema è oggetto di una letteratura vastissima, che spazia dalla storia del codice civile e dai passi della Relazione del Ministro Guardasigilli volte a mettere in rilievo la connessione tra autonomia privata e finalità dello Stato (in allora, lo Stato corporativo) alle regole costituzionali riguardanti l'economia (c.d. costituzione economica), alle regole costituzionali sull'autonomia e indipendenza della magistratura e quindi all'interpretazione dell'art. 101 Cost. Questa disposizione stabilisce che il giudice è soggetto solo alla legge. Di qui il dibattito sui criteri dell'interpretazione giuridica, sulla evoluzione del diritto e sull'adattamento dell'interpretazione ai nuovi fenomeni economici. Temi quindi di ampio respiro e di grande spessore culturale, che si riscontrano in ogni ordinamento, e che sono oggetto anche di una scienza apposita, denominata, a seconda delle prospettive, analisi economica del diritto oppure "diritto ed economia". Sono i suoi versanti dell'analisi che fanno capo, il primo, a Richard Posner, e, il secondo, a Guido Calabresi.

Nella nostra esperienza basta richiamare, nella seconda metà del secolo

scorso, gli scritti pioneristici di Tullio Ascarelli, Pietro Trimarchi, Luigi Mengoni, Francesco Galgano: angolazioni diverse per contesto storico, culturale, orientamenti giuspolitici, che lasciano intendere quanto sia importante questo dibattito, e come sia complessa la matassa dei problemi che derivano dal ceppo originario della questione (sul punto v. Montedoro, *Il giudice e l'economia*, Roma, 2015).

In questo contesto porrei ad un uditorio così qualificato una questione molto semplice: nel giudicare – cioè nell'assolvere la funzione che ad essi affida la Carta costituzionale attraverso l'interpretazione e l'applicazione della legge – i giudici debbono tener conto degli effetti economici delle loro decisioni?

Si potrebbe subito obiettare che il giudice deve applicare la legge – e solo la legge – per risolvere la questione a lui sottoposta, dovendo *de-cidere*, cioè letteralmente tagliare il nodo separando il dritto dal torto, il giusto dall'ingiusto, confrontando gli interessi in gioco. Ed allora nel far ciò può farsi carico, in una prospettiva macroeconomica, dell'effetto della sua decisione sugli interessi generali, ad es., sugli interessi del mercato, che trascendono gli interessi particolari delle parti, ma ad essi sono strettamente connessi?

2. L'art.101 Cost. è interpretato dagli studiosi del diritto costituzionale in modo piuttosto restrittivo. Nell'espressione "legge" si vuol rinvenire solo un significato formale, sì che si discute se anche i regolamenti, che non sono in senso stretto "legge", siano vincolanti per il giudice. Si introduce poi il limite generale del principio di ragionevolezza (Corte cost., 1991 n. 346). Sicché, aggiunte le disposizioni del sistema giuridico dell'Unione europea, l'ambito di interpretazione si arresta qui, e non include le altre fonti dell'ordinamento, come la consuetudine, le prassi, e tanto meno le regole giurisprudenziali. Il nostro, come è noto, non è un sistema improntato al principio di "stare decisis" (v. Panzeri, in *Comm.Costituzione* a cura di Bifulco, Celotto, Olivetti, sub art. 101, Torino, 2006, p. 1961 ss.). In altri termini, il giudice è indipendente, non può essere sensibile a suggerimenti, contatti, obbedire ad altre

autorità, ma solo alla legge, e non può quindi disapplicarla. Anche chi distingue tra indipendenza interna ed esterna, indipendenza istituzionale, indipendenza funzionale, arriva alle medesime conclusioni, facendo salvo l'obbligo del giudice di merito di attenersi al principio di diritto fissato dalla Corte di Cassazione in sede di rinvio (art.384 c.od.proc.civ.) . La letteratura sul punto è vastissima (per i primi riferimenti v. Biondi, in *Comm.breve alla Cost.*, a cura di Bartole e Bin, sub art. 101, Padova, 2008). Si apre a questo punto il problema della nomofilachia, risolto dal legislatore in modo sempre più rigido, come risulta dall'ultima riforma della giustizia (l.26 novembre 2021, n.206).

Ora, se il giudice deve applicare il principio di diritto nel giudizio di rinvio, e, in generale, osservare i precedenti della Corte di Cassazione, motivando le ragioni per le quali intende discostarsene, appare evidente che, almeno dinanzi alla Cassazione, che non può considerarsi giudice di terzo grado ma solo giudice di legittimità, prevale il *ius constitutionis* rispetto al *ius litigatoris*.

Pertanto, il giudice – quanto meno il giudice di Cassazione – tiene conto della volontà legislativa, e nell'applicazione del diritto (nell'ambito delle fonti di cui si è detto) prescinde dal caso di specie e si preoccupa di risolvere correttamente la questione di diritto enunciando il principio di diritto che gli altri giudici sono invitati (ma non obbligati) ad osservare.

Nel definire il principio di diritto, allora, il giudice può tener conto degli effetti economici che quel principio comporta?

3. Una risposta negativa appare *tranchante*, e un po' semplicistica: perché chi ritiene che il giudice debba attestarsi solo al dettato della "legge" (ex art.101 Cost.), e limitarsi a considerare solo gli interessi contrapposti nel procedimento in cui egli è coinvolto, dimentica che la soluzione del caso nasce pur sempre dalla *interpretazione* della legge (intesa in tutte le sue componenti semantiche e strutturali) e quindi la soluzione non sarebbe scevra dalla valutazione delle conseguenze

economiche della decisione.

Ovviamente, questa osservazione deve essere assunta *cum grano salis*: vi sono decisioni e decisioni, vicende e vicende. Per questo, e anche per restringere l'ambito del mio intervento, che altrimenti si espanderebbe in modo incontenibile, vorrei ragionare sull'autonomia dei privati e sui casi più eclatanti in cui è emersa l'esigenza di riflettere sugli effetti economici delle decisioni. Non procedo in modo pregiudiziale, assumendo una risposta già marcatamente positiva oppure marcatamente negativa. Pongo il problema e offro alcuni esempi. Non senza, però, fare riferimento ad alcuni casi (o ad alcuni orientamenti) che possono aiutare a riflettere sulla questione.

Certo, già la posizione della questione è frutto di una scelta di fondo, consistente nel fatto che l'interpretazione del giudice, che conduce alla decisione, non è né può essere *solo* formale. Non intendo seguire perciò la linea di pensiero di chi esclude qualsiasi interpretazione che non si fondi soltanto (e necessariamente) sul dato legislativo formale (v. ad es. le divergenze emergenti dalle voci di Luciani, *Interpretazione conforme a costituzione*, in Enc.dir.App. e Vogliotti, *Legalità*, ivi, App.VI). Ma intendo avvalermi dei risultati dell'ermeneutica (da ultimo concisamente esposti da Zaccaria, *Postdiritto.Nuove fonti, nuove categorie*, Bologna, 2022), della teoria della precomprensione di Joseph Esser, della teoria dell'interpretazione intesa non tanto come *invenzione* (secondo l'espressione di Paolo Grossi) ma piuttosto come *creazione* del diritto (v. Alpa, *L'arte di giudicare*, Roma-Bari, 1996).

Non intendo neppure aderire alla tesi massimalista di Richard Posner, che ritiene vincolante per il giudice dare sempre una interpretazione della legge conforme alle esigenze del mercato (*Economic Analysis of Law*, Chicago, 1973), perché l'ordine pubblico economico è solo uno dei riferimenti a cui il giudice deve fare capo, considerando il bilanciamento degli interessi in gioco, e deve tener conto dei diritti fondamentali, delle esigenze sociali, dei valori costituzionali, e così via ( *ex multis*, Acierno, Curzio, Giusti, *La Cassazione civile*, Bari, 2011) .

In apertura del discorso vorrei richiamare alcuni classici del pensiero giuridico-economico, come gli scritti di Tullio Ascarelli (*Saggi giuridici*, Milano 1949; *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano 1952), di Luigi Mengoni, in particolare *Forma giuridica e materia economica, ora in Diritto e valori*, Bologna, 1985, ma anche di Roscoe Pound, il quale, pur essendo un filosofo del diritto americano, si pone i problemi fondamentali delle tecniche di interpretazione del diritto, sostenendo che il giudice non può ignorare le ragioni dell'economia, anche se esse poi si debbono dosare con quelle di natura sociale (*Giustizia, diritto, interesse*, trad. it. Bologna, 1962). Altri riferimenti utili si possono rinvenire nell'antologia di Di Donna, *Diritto privato dell'economia*, Torino, 2019.

Per i giuristi di common law tutto è più semplice. Essi non hanno i limiti posti dalla Costituzione, dal monopolio interpretativo della Corte Costituzionale e della Corte di Giustizia dell'Unione europea, e valutano in modo più o meno restrittivo il principio "stare decisis" (nell'amplessima letteratura v. Gerhard, *The Pressure of Precedent*, in 10 *Minn.L.School, Constitutional Commentary*, 1993, p. 67 ss.; Kendall, *The Use of Economic Analysis in Court Judgements: A Comparison Between United States, Australia and New Zealand*, in 28 *Pacific Basin L.J.*, 2011, p. 107 ss.).

A tutto ciò si aggiunge un'altra prospettiva: la prospettiva giusrealistica, che guarda non a ciò che i giudici dovrebbero fare ma a ciò che i giudici concretamente fanno.

È proprio in questa prospettiva che si sviluppano le considerazioni che seguono.

4. Di solito lo strumento che il giudice usa per accertare se una operazione economica è conforme alla legge, ed è dunque ammessa nell'ordinamento, è la causa del contratto, insieme con il principio di meritevolezza (v. ad es. M.Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015). Ma vi sono altri strumenti, come l'oggetto o l'interpretazione (AA.VV., *Il con-*

*trollo giudiziale del contratto*, Torino, 2022) altrettanto frequentati.

La giurisprudenza è ricca di esempi al riguardo.

Si pensi al contratto di leasing, che solo da pochi anni è disciplinato dalla legge, ed è divenuto pertanto un contratto tipico, anche se il legislatore si è soffermato solo su alcuni aspetti dell'operazione economica, lasciando alle parti ampi spazi di autonomia (v. la "Legge Concorrenza" n. 124/2017 che ha introdotto la definizione di "locazione finanziaria" con l'art. 136, e con gli artt. 137, 138, 139 ha introdotto una disciplina volta a regolare gli effetti e le conseguenze della risoluzione per inadempimento).

Al suo apparire, dovuto alle esigenze di una economia che intendeva sollevare l'impresa investitrice (o le famiglie per le apparecchiature e i veicoli d'uso collettivo) dall'onere di acquistare la proprietà del bene, potendosi l'utilizzatore limitare al pagamento di un canone per il godimento del bene, maggiorato di un quid costituito da una frazione del corrispettivo se, al termine del contratto, l'utente avesse optato per l'acquisto del bene; il prezzo era fissato ad un valore ovviamente ridotto, in corrispondenza del deterioramento.

La giurisprudenza si era posta il problema della meritevolezza del contratto. Ciò perché esso era al limite tra la vendita a rate e la locazione, e nei testi redatti nella prassi conteneva clausole inusuali, tradotte dai modelli del mercato americano da cui proveniva, e sembrava contrapporsi alla disciplina dell'art. 1526 cod.civ., soprattutto nel caso in cui l'utilizzatore non intendesse avvalersi dell'opzione di acquisto ed avesse perciò versato canoni più alti di quelli derivanti da una semplice locazione.

Il Tribunale di Vigevano, con una sentenza del 14 dicembre 1972 (commentata favorevolmente da G. De Nova in *Riv.dir.comm.* 1973) ne riconobbe la meritevolezza, ancorché si trattasse di un discusso contratto atipico, a quell'epoca non ancora divenuto un tipo sociale. Il giudice di merito, in una città di provincia, ma in cui il tessuto industriale era assai esteso, aveva visto giusto.

Questa operazione economica ebbe anche l'avallo della Corte di Cassazione (ad es.v. Cass. 28 ottobre 1983, n. 6390). Proprio dalla massima di questa sentenza traspare la valutazione degli effetti economici della interpretazione posta alla base della decisione:

il "leasing" o contratto di locazione finanziaria, con il quale una parte (produttore o terzo acquirente, a seconda che si tratti di "leasing operativo" o "leasing finanziario"), dietro corrispettivo di un canone periodico determinato in relazione al recupero del prezzo ed al conseguimento di un utile, concede il godimento di un bene all'altra, con facoltà di questa, alla scadenza del termine fissato, di restituirlo ovvero di acquistarlo per una specificata somma residua, integra un contratto atipico avente ad oggetto il trasferimento della disponibilità della cosa per un periodo di tempo determinato, e tendente ad esaurire le proprie finalità produttive e finanziarie nell'ambito del periodo stesso, la cui scadenza è caratterizzata dal quasi totale venir meno dell'utilità economica della cosa medesima. peraltro, l'atipicità di tale contratto, e la circostanza che l'ordinamento prevede figure negoziali tipiche idonee ad assicurare finalità simili (locazione, mutuo, vendita con riserva di proprietà), non ostano a che il contratto stesso trovi tutela giuridica, quale espressione del principio dell'autonomia negoziale fissato dall'art. 1322 cod. civ., *in considerazione della peculiarità e rilevanza degli interessi che esso persegue, specie con riferimento a soggetti muniti della qualità d'imprenditore, e ravvisabili nel reddito che una parte trae dall'investimento di capitali, in termini brevi e con garanzie obiettive, nonché nella possibilità dell'altra di acquisire la disponibilità di un bene senza l'immobilizzo dell'intera somma occorrente all'acquisto.* (corsivo mio)

Diffusosi in tutto il Paese, con grande profitto per le imprese, anche di quelle finanziarie, la Corte di Cassazione ha colto l'opportunità di scendere nei dettagli dell'operazione, e con sentenza del 15 ottobre 1988 n. 5623 ha precisato che

Il cosiddetto leasing finanziario, cioè il contratto con il quale una società finanziaria,



che ha acquistato per conto di un'impresa industriale o commerciale un bene ad essa necessario, lo cede alla impresa stessa in godimento, per un determinato periodo di tempo (normalmente corrispondente a quello in cui il bene è idoneo ad apportare utilità economica), dietro pagamento di un canone, e con facoltà di optare, alla scadenza, fra la restituzione od il conseguimento in proprietà previo versamento di un ulteriore importo, configura un contratto atipico, essenzialmente rivolto a consentire ad una parte la disponibilità della cosa mediante un prestito di capitale effettuato dall'altra, ove detto canone assume principalmente il valore di restituzione della somma mutuata, non di versamento periodico di un prezzo di acquisto, anche perché tale acquisto è contemplato in via meramente eventuale e comunque abbisogna di una nuova manifestazione di volontà negoziale (Esercizio dell'opzione). Pertanto, in caso di risoluzione anticipata del contratto, per l'inadempimento dell'imprenditore che utilizza il bene, deve escludersi che la società finanziaria sia tenuta alla restituzione delle somme riscosse, stante l'inapplicabilità delle disposizioni dettate dall'art. 1526 cod. civ. per le ipotesi della vendita con riserva di proprietà o della locazione con patto di trasferimento della cosa locata, e resta invece operante il principio generale posto dall'art. 1458, primo comma, cod. civ. per i rapporti di durata, sull'inoperatività degli effetti della risoluzione per le prestazioni già eseguite, con l'ulteriore conseguenza che *va riconosciuta come lecita, in quanto coerente con tale principio, la clausola che preveda l'integrale percezione da parte della società finanziaria dei ratei di canone scaduti fino alla data della risoluzione stessa. (corsivo mio).*

È appena il caso di precisare che tra i costi dell'operazione, non rimborsati in caso di risoluzione anticipata del contratto, erano comprese anche le spese di redazione del contratto e le operazioni amministrative per renderlo operativo.

Questa precisazione è utile per apprezzare quanto si dirà, tra poco, a proposito del rimborso anticipato delle rate del credito al consumo.

Ancora. Venuta in auge, sempre per esigenze commerciali, l'operazione economica che consente all'utilizzatore di vendere il proprio bene al finanziatore e di prenderlo in leasing, per "fare cassa", la Corte di Cassazione ha avallato l'orientamento dei giudici di merito inclini ad affermare la legittimità di questa sot-

tospecie del contratto, anche se la vicenda è assai prossima al patto commissorio vietato dalla legge.

Così la Corte ha precisato, con la sentenza del 16 ottobre 1995 n. 10805 che nel contratto di sale and lease back, con il quale una impresa commerciale o industriale vende un bene immobile di sua proprietà ad un imprenditore finanziario che ne paga il corrispettivo, diventandone proprietario, e contestualmente lo cede in locazione finanziaria (leasing) alla stessa venditrice, che versa periodicamente dei canoni di leasing per una certa durata, con facoltà di riacquistare la proprietà del bene venduto, corrispondendo al termine di durata del contratto il prezzo stabilito per il riscatto, la vendita ha scopo di leasing e non di garanzia perché, nella configurazione socialmente tipica del rapporto, *costituisce solo il presupposto necessario della locazione finanziaria inserendosi nella operazione economica secondo la funzione specifica di questa, che è quella di procurare all'imprenditore, nel quadro di un determinato disegno economico di potenziamento dei fattori produttivi, liquidità immediata mediante l'alienazione di un suo bene strumentale, conservandone a questo l'uso con facoltà di riacquistarne la proprietà al termine del rapporto (corso mio)*. Tale vendita, ed il complesso rapporto atipico nel quale si inserisce, non è, quindi, di per se, in frode alla divieto di patto commissorio che, essendo diretto ad impedire al creditore l'esercizio di una coazione morale sul debitore spinto alla ricerca di un mutuo (o alla richiesta di una dilazione nel caso di patto commissorio ab intervallo) da ristrettezze finanziarie, ed a precludere, quindi, al predetto creditore la possibilità di fare proprio il bene attraverso un meccanismo che lo sottrarrebbe alla regola della "par condicio creditorum", deve, invece, ritenersi violato ogni qualvolta lo scopo di garanzia non costituisca solo motivo, ma assurga a causa del contratto di vendita con patto di riscatto o di retrovendita, a meno che non risulti in concreto, da dati sintomatici ed obiettivi, quali la presenza di una situazione credito-debitoria preesistente o contestuale alla vendita o la sproporzione tra entità del prezzo e valore del bene alienato ed, in altri termini, delle reciproche obbligazioni nascenti dal rapporto, che la predetta vendita, nel quadro del rapporto diretto ad assicurare una liquidità all'impresa alienante, è stato piegato al rafforzamento della posizione del creditore-finanziatore, che in tal modo tenta di acquisire l'eccedenza del valore, abu-

sando della debolezza del debitore (nella specie, la Corte ha ritenuto la nullità di un contratto di sale and lease back nel quale il finanziatore acquirente del bene versava solo la metà del prezzo concordato, depositando la rimanente somma presso un notaio a garanzia del corrispettivo del leasing dovuto dall'imprenditore venditore).

Più faticosa è stata invece l'accettazione del performance bond, cioè della garanzia escutibile a prima richiesta, opponendosi ad essa l'indeterminatezza dell'oggetto del contratto, che costituisce, come si sa, una delle cause di nullità.

In ogni caso, l'operazione è stata legittimata. Sempre la Corte di Cassazione con sentenza del 20 agosto 1998 n. 8248 ha precisato che

Ai sensi dell'art. 1322 cod. civ., va riconosciuta la validità dei contratti di garanzia cosiddetta autonoma (performance bond) con i quali il garante si obbliga ad eseguire la prestazione oggetto della garanzia " a semplice richiesta" del creditore garantito, senza opporre eccezioni attinenti alla validità, all'efficacia ed alle vicende del rapporto principale. Tuttavia, anche in questi casi il meccanismo dell'obbligo di adempimento del garante scatta a seguito dell'inadempimento dell'obbligazione principale, ancorché resti vietato al garante di chiedere la preventiva escussione del debitore principale.

5. Ancora controversa, ed ora oggetto di rimessione alla Corte costituzionale, è la questione della restituzione delle spese integrali (e non proporzionali) nel caso di contratto di credito al consumo, quando il consumatore decida il riscatto anticipato. Il tema è molto importante, sia per il successo che ha avuto il credito al consumo nella nostra esperienza (v. i dati dell' *Osservatorio Assofin*, 2021), sia per il sostegno alle famiglie che esso arreca, e quindi per il suo significato sociale. Ma l'incertezza sull'ammontare delle spese, cioè se il rimborso delle spese debba essere totale oppure frazionato a seconda delle rate versate e quindi graduato sulla durata del rapporto, costituisce un grave problema per le banche e per gli istituti finanziari. L'intervento della Corte di Giustizia, con il caso *Lexitor* ha finito per compli-

care, piuttosto che risolvere, i problemi, e l'intervento legislativo in Italia, , favorito dagli orientamenti di Banca d'Italia, e dalla attività "giudiziale" dell' ABF, non è stato risolutivo.

Al suo apparire la sentenza Lexitor ( dell' 11 settembre 2019) ha creato un certo scompiglio, e avevo cercato di ragionare sugli effetti economici della sentenza, destinati a riflettersi nel nostro ordinamento in modo negativo, attesa la vincolatività per i giudici nazionali della interpretazione data alle regole dell' Unione europea dalla Corte di Giustizia:

Secondo le rilevazioni degli studi di settore le erogazioni di credito al consumo hanno segnato nei primi mesi del 2021 una ripresa del 29,4% rispetto alla contrazione del 12,1% registrata l'anno scorso a causa della pandemia. Si nota poi una preferenza dei consumatori per i crediti immobiliari, restando abbastanza costanti le erogazioni per le carte di credito revolving; l'impiego delle somme erogate preferibilmente viene utilizzato per l'acquisto di veicoli, di mobili e arredi per la casa, per strumenti informatici, per servizi scolastici o per interventi medici. E sempre a detta degli osservatori non è diminuita la fiducia dei consumatori in questa forma di sovvenzione.

Per contro, la disciplina del credito al consumo continua ad assestarsi in ambito europeo: le indagini dell' Unione lasciano intendere che la concorrenza nel settore non ha ancora attinto i livelli ottimali, che è necessario rafforzare la fiducia dei consumatori, che appare utile riformare la direttiva sul credito al consumo n.48 del 2008 , che aveva abrogato la direttiva n. 102 del 1987 . Tra l'altro il testo è stato modificato più volte nel corso del decennio , con interventi in forma di direttiva 2011/90/EU e 2014/17/EU, e in forma di regolamento 2016/1011 e 2019/1243 . La valutazione in ogni caso è positiva (ICF s.a., *Evaluation of Directive 2008/48/EC on Credit Agreements for Consumers. Final Report*, February 2020).

Il Comitato economico e sociale ha individuato alcuni obiettivi primari da perseguire: realizzare la piena armonizzazione, al fine di eliminare le distonie tra ordinamenti e migliorare la concorrenza nel mercato interno ; attribuire priorità alla formazione professio-

nale per i dipendenti del settore e sostenere l'educazione finanziaria e la sensibilizzazione dei consumatori; adeguare la direttiva agli sviluppi digitali, compreso l'impatto dell'intelligenza artificiale; adottare criteri e regole tali da rendere più omogenei, chiari e trasparenti i meccanismi di funzionamento e tutela del settore, come si è fatto per la direttiva sui mutui immobiliari. In termini non dissimili si è espresso il BEUC, l'ufficio che rappresenta le associazioni dei consumatori in seno alla Commissione.

L'ultimo profilo è il più rilevante, e costituisce la prospettiva assunta dalla Commissione nella proposta che è stata pubblicata il 30 giugno scorso (COM 2021,347 final). Il testo, a cui si è approdati dopo un lungo itinerario composto di studi, consultazioni e valutazioni tecniche assai puntuali, mette in evidenza soprattutto gli obblighi informativi (informazioni pubblicitarie, informazioni precontrattuali, informazioni di base), la verifica del merito creditizio e la trasparenza dei calcoli riguardanti gli interessi praticati, e reca un minuzioso dettaglio dei contenuti del contratto di credito.

Preso atto dei problemi di interpretazione della sentenza *Lexitor* e delle diverse reazioni dei legislatori nazionali al riguardo, si ci sarebbe aspettati che la proposta di riforma affrontasse la questione del calcolo dei costi rimborsati al consumatore in caso di estinzione anticipata del mutuo, portando una soluzione dirimente. Ed invece, a proposito del rimborso anticipato, l'art.26 c.1 dispone che < il consumatore ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto. *Nel calcolare tale riduzione vengono presi in considerazione tutti i costi che il creditore pone a carico del consumatore*>. Si aggiunge quindi una frase senza specificare che cosa rientri nel costo totale.

La nuova formulazione è giustificata nel 62mo considerando osservandosi che <al consumatore dovrebbe essere concessa la facoltà di adempiere ai suoi obblighi prima della data concordata nel contratto di credito. Come stabilito dalla Corte di giustizia dell'UE nella sentenza *Lexitor* (...), il diritto del consumatore ad una riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del credito include tutti i costi posti a carico del consumatore>. Nelle definizioni poste in apertura (all' art.3 punto 5) si legge che il «costo totale del credito per il consumatore» è costituito da < tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito o ai servizi di credito tramite crowdfunding e di cui è a conoscenza il

creditore, nel caso di contratti di credito, o il fornitore di servizi di credito tramite crowdfunding, nel caso di servizi di credito tramite crowdfunding, escluse le spese notarili; sono inclusi nel costo totale del credito per il consumatore anche i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito o con i servizi di credito tramite crowdfunding, qualora, in aggiunta, la conclusione di un contratto riguardante tali servizi accessori sia obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte>.

Il tema non è stato discusso partitamente, sicché non è detto che il testo della proposta rimanga inalterato. Se così non fosse, i problemi interpretativi oggi rimasti aperti, come dimostra la contrastata giurisprudenza dei tribunali italiani, rimarrebbero intatti. Tra l'altro, se si dovesse interpretare alla lettera la definizione dei costi, si potrebbe osservare che alcuni di essi non sono obbligatori, e sono anteriori al contratto di credito, come, ad es., i costi determinati dalla intermediazione creditizia e dalla assicurazione. Se così fosse, si potrebbe almeno capire se dai costi up-front sarebbe possibile espungere queste ultime voci, che non dipendono dalla discrezionalità dell' istituto creditore ma dalle esigenze individuali del consumatore, ed eventualmente i costi di istruzione della pratica che, ragionevolmente, non cambiano a seconda dell' ammontare e della durata del mutuo.

Se invece si dovesse tutto inglobare nel costo, e questo dovesse essere inglobato nel tasso e spalmato per tutte le rate, non si potrebbero defalcare semplicemente le rate eccedenti l'estinzione anticipata, come sarebbe ragionevole *ratione temporis*, perché si dovrebbero rimborsare integralmente tutti i costi up-front. Il che porterebbe ad uno sbilanciamento delle posizioni delle parti, posto che alcuni costi iniziali sarebbero comunque sostenuti dal consumatore, essendo indifferenti alla durata del rapporto, e gli istituti di credito correrebbero ai ripari.

Di fronte alla incertezza normativa, gli istituti di credito potrebbero riversare i costi sull' ammontare degli interessi corrispettivi, oppure sull'equo indennizzo per il rimborso anticipato, che la proposte di riforma conserva, al quale però ora gli istituti hanno rinunciato. E potrebbero riformulare gli accordi *a latere* con gli intermediari, eventualmente riversando su di loro parte del rischio di rimborso anticipato, non volendo accollarsi un costo dovuto alle scelte discrezionali del consumatore. In altri termini, è il principio di proporzio-

nalità che si deve salvaguardare, insieme con la tutela del consumatore. Occorre quindi raggiungere un calibrato equilibrio tra le disposizioni della direttiva (che dovrà peraltro essere trasposta adeguatamente) e le libere scelte di natura contrattuale che sono rimesse alle parti. Sarebbe stato più saggio distinguere i costi upfront dai costi recurring e stabilire in quale misura i costi upfront dovessero essere rimborsati. Tra l'altro, agevolando la concorrenza tra gli istituti di credito, che, come insegna l'applicazione della direttiva n.13 del 1993 sulle clausole abusive, ben possono farsi concorrenza con i modelli contrattuali, oltre che con i livelli dei tassi di interesse, molte volte meno comprensibili ai consumatori.

In questa prospettiva l'emendamento al decreto Sostegni bis consente di applicare con chiarezza la disposizione ed evitare il contrasto di giurisprudenza, anche con riguardo ai rapporti pregressi. La certezza del diritto implica certezza dei rapporti contrattuali e possibilità, per le parti, di prefigurare ex ante con esattezza vantaggi e rischi, costi e profitti.

Vedremo come risolverà la questione la Corte costituzionale.

6. Sono innumerevoli le operazioni economiche vagliate dai giudici, e i repertori indicano quante sono quelle ammesse e quelle rigettate: si pensi alla fideiussione omnibus senza tetto, alla nullità selettiva, alle clausole dei contratti di assicurazione claims made, tanto per citare le più recenti; ma la questione oggi più controversa riguarda la liceità dei contratti derivati.

Secondo una tesi dottrinale avallata da certa giurisprudenza di merito e da alcune sentenze della Cassazione, il contratto è nullo perché non consente all'investitore di calcolare l'*alea razionale*. Diventa difficile capire in cosa consista l'alea razionale: o è una banale descrizione dei rischi che la banca o l'istituto finanziario normalmente evidenzia al cliente, ed allora il problema incide non tanto sulla causa del contratto ma sulle regole di comportamento e sulle informazioni preliminari fornite alla controparte, e alle informazioni fornite nel corso del rapporto; oppure si tratta di elemento strutturale del contratto, ma in questo caso l'essere il contratto aleatorio e lo strumento finanziario legittimato dal TUF (1998,n.58,

art.21).dovrebbero risolvere positivamente il problema della sua legittimità.

Non è difficile immaginare in che situazione versi il mercato di fronte a queste posizioni e alle incertezze interpretative. Basta leggere alcune massime della Corte di legittimità, essendo le corti di merito fieramente contrapposte con numeri di sentenze pressoché equipollenti.

Un indirizzo cauto ma permissivo è assunto dalla Corte di Cassazione in una sentenza recente:

Il contratto di swap si iscrive nella categoria, prevista dall'ordinamento, dei contratti aleatori, sicché la meritevolezza degli interessi suo tramite perseguiti non può essere di per sé in astratto esclusa; occorre, piuttosto, che il giudice valuti in concreto ed "ex ante" la ricorrenza del profilo anzidetto, senza considerarlo "ex post", ossia alla luce degli effetti economici prodotti dal contratto. *Sentenza n. 24014 del 06/09/2021.*

Un indirizzo più cautelativo per il cliente, che fa riferimento al comportamento della banca o dell'istituto finanziario ritiene che:

Nei contratti aventi ad oggetto la gestione di portafogli di valori mobiliari, il "benchmark", cioè la linea d'investimento prescelta dal cliente, di cui all'art. 42 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, importa la costituzione di obblighi di condotta da parte del gestore, rappresentando un parametro di riferimento coerente con i rischi della gestione, al quale devono essere commisurati i risultati di questa; pertanto il "benchmark" prescelto, se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, costituisce un modo per valutare la razionalità e l'adeguatezza dell'attività dell'intermediario, derivandone che, ove la gestione sia risultata in contrasto con il predetto parametro e, quindi, con i rischi contrattualmente assunti dall'investitore, l'intermediario risponde delle perdite che il cliente abbia subito in conseguenza (*Ordinanza n. 23568 del 27/10/2020*)

Del tutto perentoria nella sua rigidità è la sentenza delle Sezioni Unite che



doveva risolvere definitivamente la questione; ma essa sembra smentita dalle pronunce successive sopra riportate:

In tema di “interest rate swap”, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell’alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi; tale accordo non si può limitare al “mark to market”, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all’operazione è disposto a subentrarvi, ma *deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall’intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo (Sez. U, Sentenza n. 8770 del 12/05/2020).*

Questa sentenza è interessante perché, in un caso simile, in cui erano contrapposti la Deutsche Bank e il Comune di Busto Arsizio, la High Court di Londra, competente a decidere la controversia perché la banca si era premurata di inserire la clausola del foro competente e della legge applicabile, entrambi inglesi, ha esaminato con estrema cura gli argomenti della Corte Suprema, ma li ha disattesi, ritenendo certamente legittimo il contratto de quo con la sentenza del 12 ottobre 2021 [2021] EWHC 2706 (Comm).

La questione è troppo complessa per farne oggetto di analisi puntuale in queste pagine, ma il dibattito che ne è scaturito è appassionante (v. gli interventi pubblicati su Nuova giur civ comm, 2022).

Da questa vicenda si possono trarre alcuni insegnamenti.

Il giudice, specie nel controllo della meritevolezza dei contratti a contenuto finanziario, deve fare calcoli di natura economica; essi però non riguardano soltanto il caso che sta esaminando, ma deve tener conto che gli effetti della sua decisione si riflettono su tutti i casi simili, dovendosi realizzare una certa uniformità interpre-

tativa, dal momento che il mercato ha bisogno di (relative) certezze per poter funzionare in modo efficiente.

Il calcolo però si deve spingere più oltre, ed io credo che questa valutazione sia pur sempre conforme al dettato costituzionale. Il giudice si deve cioè chiedere se un prodotto finanziario che ha un mercato vastissimo debba essere bloccato in Italia e dirottato all'estero, dove i giudici lo ritengono, come la High Court, perfettamente ammissibile oppure se, bilanciando gli interessi in gioco, possa favorire il mercato.

È una valutazione che deve fare il legislatore o in suo difetto il giudice?

Essendo fautore della creatività della giurisprudenza credo che la risposta debba propendere per la valutazione del giudice. Il giudice deve perciò adeguarsi sempre alle esigenze del mercato? No, non sempre, non essendo corretta la tesi estremistica di Richard Posner; ma non deve neppure ignorare la situazione del mercato, pena la depressione della nostra situazione economica rispetto a quella dei Paesi concorrenti.

Si tratta solo di materiali e di osservazioni fatte in limine ad un convegno prestigiosamente organizzato, che offro al dibattito dei relatori e dei partecipanti.

Grazie molte per l'attenzione.

**Guido Alpa**

*Straordinario di Diritto privato*

*nell'Università degli Studi di Roma G. Marconi*

## LE “METAMORFOSI” DEL SISTEMA EUROPEO DI SUPERVISIONE FINANZIARIA \*

*(The “metamorphoses” of the European system of supervision)*

**ABSTRACT:** *Over the past fifteen years the financial regulatory and supervisory framework of the European Union has been shaped by three different phases of institutional developments: the establishment of the European System of Financial Supervision; the kick-off of the Banking Union and Capital Markets Union projects; the (on-going) completion of these two projects. Analysing the different legal and functional structures which mark these three phases, and highlighting the recent challenges stemming from the digital transformation, AML, and climate change, the essay concludes elaborating on how to further improve the current – multilevel and increasingly integrated – institutional architecture, where various European supervising authorities coexist and interact with national authorities.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: le trasformazioni del sistema di regolazione e supervisione, tra fasi di “rivoluzione” e di “evoluzione”. – 2. La prima fase. – 3. La seconda fase. – 4. La terza fase. – 5. Il completamento della CMU. – 6. Il completamento dell’Unione Bancaria. – 7. La transizione digitale e il suo impatto sulla supervisione. – 8. Conclusioni.

1. Il tema di questa tavola rotonda è “le prospettive della supervisione” rispetto ai cambiamenti che viviamo e che verranno, di cui i relatori hanno ampiamente discusso nelle sessioni precedenti (l’innovazione digitale, la transizione verso la neutralità climatica e un’economia sostenibile, gli shock esogeni quali la guerra e le carenze di materie prime).

Tratterò il tema assegnatoci muovendo dalla “prospettiva storica”, convinto che per capire il presente, e scrutare il futuro, sia sempre necessario conoscere il passato.

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

È questo un approccio metodologico che credo sia ancor più valido nel nostro caso, poiché a partire dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008 l'architettura di vigilanza, europea e nazionale, ha vissuto significative trasformazioni, passando attraverso fasi di “rivoluzione” e di “evoluzione”.

In particolare, credo in questi 14 anni si possano individuare 3 diverse fasi dello sviluppo dell'assetto di vigilanza, nel suo complesso e in particolare nella dialettica vigilanza nazionale-vigilanza europea:

- 1) la prima fase (2007–2010) coincide con la creazione dell'European System of Financial Supervision (ESFS);
- 2) la seconda fase (2011–2016) consistente nella creazione e avvio dell'operatività della Banking Union (BU) e della Capital Markets Union (CMU);
- 3) la terza fase, quella in corso, rappresentata dal completamento della BU e della CMU e, tramite queste due architravi, dalla definizione di un assetto che sappia fornire risposte adeguate anche alle nuove sfide di cui discutiamo oggi.

Questa ripartizione in fasi ha – io credo – una sua precipua funzione euristica. Essa infatti – e anticipo le due componenti principali delle mie conclusioni, che cercherò di argomentare nel corso di questo intervento – da un lato ci permette di prendere atto e riflettere su come ciascuna fase storica fosse ispirata da un disegno originario che si è evoluto e trasformato nella fase successiva, comportando così importanti “correzioni di rotta” nell'allocazione di competenze tra le varie autorità, con un assetto finale “stratificato”. Il che richiede allora di fermarsi a riflettere sull'esigenza di “razionalizzare” l'architettura complessiva, per evitare ridondanze e sovrapposizioni, che possono essere foriere di inefficienze e conflitti istituzionali.

Dall'altro lato, credo che la prospettiva storica aiuti a mettere in luce come tanto le sfide che hanno radici nel decennio passato (vale a dire l'esigenza di superare la frammentazione e arrivare alla creazione di una vera Unione bancaria e fi-

nanziaria), quanto le sfide più recenti sopra richiamate, siano caratterizzate dalla *medesima direzione di marcia*: quella di una sempre maggiore e progressiva *integrazione delle "vigilanze"*.

Integrazione non vuol dire, si badi bene, centralizzazione a livello europeo, bensì creazione di meccanismi giuridici di *coordinamento e sintesi, sia in senso verticale*, vale a dire tra le autorità di vigilanza europee e le corrispondenti autorità nazionali, nonché tra queste ultime all'interno di ciascun ordinamento nazionale – quando anche esse si articolino su più livelli verticali (si pensi in Italia al rapporto di "delega funzionale" tra Banca d'Italia e Organismo Agenti e Mediatori Creditizi, ovvero tra Consob e Organismo Consulenti Finanziari, per fare degli esempi) – *sia in senso orizzontale*, vale a dire tra le stesse autorità europee (si pensi alle interazioni tra SSM e SRB e Commissione nella gestione delle crisi bancarie) sia tra le autorità nazionali (si pensi alle interazioni tra le varie autorità nazionali di pari grado)..

Penso che questo percorso di integrazione, verticale e orizzontale, sia invero l'unico modo di affrontare i rischi e le opportunità di oggi e di domani, perché tutti i fenomeni con cui ci confrontiamo sono *trasversali e transnazionali*: invadono più campi della supervisione finanziaria, travalicando lo stesso perimetro su cui essa insiste tradizionalmente e non si arrestano lungo i confini nazionali. Tornerò su questi punti alla fine di questo intervento.

2. Il punto di partenza è quello della Grande Crisi del 2007-2008, che mostra gli eccessi del sistema finanziario globale e i relativi punti deboli del quadro di regolamentazione e vigilanza. In Europa, in particolare, la crisi mostra la fragilità dell'assetto regolamentare e di supervisione, fondato sull'armonizzazione minima e il principio del mutuo riconoscimento, rispetto all'operatività e alle complessità delle banche di maggiori dimensioni, che ricadono sotto la competenza di più autorità

nazionali di controllo<sup>1</sup>. È questa la scintilla che provoca la prima rivoluzione: come ampiamente argomentato nel c.d. “Rapporto De Larosière”<sup>2</sup>, la Crisi rende evidente l’esigenza di superare tale assetto e di passare dall’armonizzazione minima all’armonizzazione massima, fermo il principio di proporzionalità<sup>3</sup>.

Si giunge così, nel biennio 2009-2010, alla creazione dell’European System of Financial Supervision (ESFS). E qui iniziamo anche a vedere “l’ambiguità costruttiva” dell’accordo con il quale i *policy maker* nazionali ed europei avviano questa rivoluzione: le tre autorità europee che vengono istituite – European Banking Authority (EBA), European Supervisory and Markets Authority (ESMA) e European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) – vengono battezzate come autorità di supervisione (European Supervisory Authorities o ESAs) ma in realtà non esercitano direttamente funzioni di supervisione (con l’eccezione dell’ESMA, su cui torne-

---

<sup>1</sup> Sul percorso evolutivo della regolamentazione e vigilanza finanziaria in Europa prima e dopo la Grande Crisi del 2007-2008 e la crisi dei debiti sovrani del 2010-2012 si rinvia, tra gli altri, a: BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della Vigilanza bancaria in Europa*, in Banca, Impresa, Società, 1/2015; CAPRIGLIONE, *Financial Crisis and Sovereign debt. The European Union Between Risks and Opportunities*, in Law and Economics Yearly Review, 2012; CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in Law and economics yearly review, 2013; CAPPIELLO, *The EBA and the Banking Union*, in European Business Organisation Law Review 16, 2015; CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, luglio 2016; D’AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell’Unione*, in La crisi dei mercati, 2011; ENRIA, *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa*, Intervento al Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), 13 febbraio 2010 (disponibile su [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2010/2010\\_02\\_13\\_enria\\_Forex.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2010/2010_02_13_enria_Forex.pdf)); ENRIA, *Establishing the Banking Union and repairing the Single Market*, in Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone?, 2013; LAMANDINI, MUNOZ DAVID, *Eu Financial Law. An introduction*, 2016; MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, settembre 2013; MASCIANDARO e QUINTYN, *Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures before and after the Crisis*, in European Company Law 6, no. 5, 2009; Moloney, *EU financial market regulation after the global financial crisis: “more Europe” or more risks?*, in Common Market Law Review, 47 (5), 2010; STAIKOURAS e TRIANTOPOULOS, *Financial Supervision after the Crisis: The Structures, the Lessons, and the Way Forward*, in European Business Law Review, Volume 27, Issue 1, 2016.

<sup>2</sup> Cfr. *Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, c.d. “Rapporto de Larosière” dal nome del suo presidente, Bruxelles, 25 febbraio 2009.

<sup>3</sup> Tralascio in questo intervento il tema della vigilanza macroprudenziale e della creazione dell’European Systemic Risk Board, perché credo sia meno pregnante rispetto ai fini generali del tema odierno e perché la sua trattazione richiederebbe uno spazio non consentito dall’economia di questo intervento.

remo in prosieguo). Esse nascono vedendosi attribuita una funzione di *regolamentazione*, mentre per quanto concerne la vigilanza viene loro assegnato solo un compito di *promozione della convergenza delle prassi di vigilanza*<sup>4</sup>.

I tempi non erano infatti ancora maturi per un accordo politico sull'integrazione della vigilanza, ma la terminologia utilizzata lasciava già intravedere il punto di atterraggio verso cui alcuni partecipanti a quel progetto volevano tendere, come del resto testimoniato dal Rapporto De Larosière e da quell'embrione di vigilanza diretta assegnato all'ESMA sulle agenzie di *rating*<sup>5</sup>.

L'ESFS realizzava quindi per il momento una vera e propria rivoluzione non tanto sul piano della vigilanza quanto su quello della regolamentazione del diritto finanziario europeo, in particolare nel settore bancario. La creazione del *Single Rulebook* avvia, infatti, una rivoluzione copernicana nell'impianto delle fonti del diritto europeo: si inaugura un assetto del tutto innovativo, che assegna una funzione residuale alla componente legislativa nazionale e che a livello europeo viene articolato su più livelli (regolamenti e direttive, atti delegati e atti di implementazione basati su standard tecnici) e ricorre a strumenti normativi nuovi, anche di *soft law* (linee guida, opinioni, Q&A). Le implicazioni sul piano giuridico di questa rivoluzione sono tuttora oggetto di studio e approfondimento in dottrina e nelle pronunce giurisprudenziali più recenti, che rivelano conseguenze sottovalutate e non immediatamente percepite nei primi anni di vita dell'ESFS<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Sulle competenze regolamentari e di vigilanza attribuite dai Regolamenti istitutivi delle tre ESA vedi, tra gli altri: D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, cit.; CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, cit..

<sup>5</sup> Si fa riferimento, in particolare, alla Raccomandazione 24 contenuta nel Rapporto De Larosière, in cui si faceva riferimento ad una possibile semplificazione dell'architettura istituzionale del ESFS dopo alcuni anni dall'applicazione del nuovo sistema; cfr. n. 2, p. 58. Per una discussione sulle competenze di vigilanza dirette attribuite alle ESAs, in linea con quanto suggerito dal Rapporto De Larosière e in superamento della c.d. "dottrina Meroni", si rinvia a: LAMANDINI, *La Vigilanza Diretta dell'ESMA. Un Modello per il Futuro?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, Anno XLIII, Fasc. 4, 2016.

<sup>6</sup> Cfr. CAPPIELLO, *Le nuove fonti del diritto bancario europeo e il ruolo della European Banking Authority*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, Fascicolo 1, 2017; . In materia, è di particolare rilievo la pronuncia del 15 luglio 2021 della Corte di giustizia

Oltre a rappresentare una vera e propria rivoluzione nel diritto bancario europeo (e a cascata nazionale), la creazione dell’ESFS è anche un primo passo trasformativo nelle modalità con cui le strutture amministrative di vigilanza nazionali lavorano insieme: dai tre Comitati (CEBS, CEIOPS, CESR,) originati dal c.d. “Rapporto Lamfalussy”<sup>7</sup>, che erano “stanze di compensazione” tra interessi nazionali, si passa ad Autorità europee che operano attraverso una struttura “a raggiera” (*hub and spoke system*): le componenti nazionali (i raggi) interagiscono tra di loro attraverso un corpo amministrativo centrale, cui è demandato non solo il compito *di facilitare il confronto tra interessi nazionali* ma anche, e soprattutto, di trovare il *punto di sintesi europeo*. Invero, come la prima parte della Grande Crisi aveva mostrato – e la seconda parte della Crisi purtroppo confermerà (cfr. *infra*) – i problemi e le *esternalità negative* con cui queste Autorità europee sono chiamate a confrontarsi non si arrestano lungo i confini nazionali, e d’altro canto sono evidenti le *esternalità positive* che si possono avere quando questi problemi vengono affrontati in maniera coordinata, attraverso una *rete europea* degli Stati membri.

3. Come dicevo, nel progetto originario di alcuni dei “Padri fondatori”, le tre ESAs sarebbero dovute divenire gradualmente, “a tendere” e in modo in allora non precisato, vere e proprie autorità di supervisione europee.

Ma la storia spesso impone accelerazioni e deviazioni rispetto piani originari: la seconda fase della Grande Crisi (che per ragioni di spazio sintetizziamo come la fase caratterizzata dalla nota “spirale negativa tra crisi bancarie e del debito sovrano”) rende chiaro, nel 2012, che armonizzare le regole era necessario ma non suffi-

---

dell’Unione europea (Grande Sezione), causa C-911/19, nella controversia *Fédération bancaire française* (‘FBF’) c. *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (‘ACPR’), avente ad oggetto gli orientamenti emanati dall’Autorità Bancaria Europea (EBA) nel 2016 in materia di *product governance* per i prodotti bancari al dettaglio; per una prima disamina della pronuncia si rinvia a ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, EBI Working Paper Series, no. 106, 19 novembre 2021.

<sup>7</sup> Cfr. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, c.d. “Rapporto Lamfalussy” dal nome del suo presidente, Bruxelles, 15 febbraio 2001.



ciente. Le economie reali e i sistemi finanziari sono integrati, specie nell'eurozona, e le conseguenze di una crisi nazionale non si arrestano lungo i confini nazionali: pertanto, per prevenire o arrestare gli *spill over effects*, occorre di volta in volta ricorrere ad una rete di sicurezza finanziaria europea (si pensi alla sequenza Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna). Il continuo ricorso a questo meccanismo di supporto finanziario europeo richiede che esso sia inquadrato in pianta stabile, in un sistema istituzionale, organico, di gestione delle crisi finanziarie. Il che a sua volta richiede – come preconditione logica e temporale – la creazione di un sistema integrato di vigilanza, per arginare il rischio di “azzardo morale” da parte degli Stati membri, rischio che si avrebbe con regole uguali ma applicate con criteri e vigilanze nazionali.

Si apre così la seconda fase (2011-2016), che segna una seconda rivoluzione dell'impianto europeo di regolamentazione e vigilanza finanziaria, con la creazione e avvio dell'operatività di due pilastri della BU, dapprima il *Single Supervisory Mechanism* (SSM, 2013-2014) incardinato presso la Banca Centrale Europea<sup>8</sup>, che a sua volta rappresenta la preconditione e apre la strada alla conseguente introduzione del *Single Resolution Mechanism* (SRM, 2014-2016).

Descrivere quali siano le competenze e come funzionino l'SSM e il SRM richiederebbe una relazione a sé, e non risponderebbe al compito di questa relazione, che è quello di condividere “prospettive”. E allora vorrei soffermarmi sui punti salienti che a mio parere qualificano anche questa fase come una vera e propria “rivoluzione”: con il SSM prima, e il SRM poi, si realizza per la prima volta una integrazione sul piano giuridico e amministrativo del sistema di vigilanza, anche qui con implicazioni ed effetti che ancora oggi stiamo studiando e progressivamente com-

---

<sup>8</sup> La scelta di assegnare alla BCE e non all'EBA tali funzioni fu sostanzialmente dettata da due ordini di ragioni, giuridico e pratico. Sul primo versante, l'art. 127, paragrafo 6, del TFUE già offriva la base giuridica, in quanto prevedeva la possibilità per il Consiglio, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea e tramite regolamenti adottati secondo una procedura legislativa speciale, di affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese assicurative. Inoltre, le dimensioni strutturali e le prassi consolidate di cooperazione proprie del Sistema Europeo di Banche Centrali offrivano un punto di partenza già molto avanzato sul quale poter innestare il SSM. Sui rapporti tra EBA e SSM tornerò nel paragrafo conclusivo.

prendendo. Lo scarto rispetto ai poteri, ai meccanismi di funzionamento e alla *governance* dell’ESFS e delle ESA è siderale: il Supervisory Board della BCE (per il SSM) e il Single Resolution Board (per il SRM) hanno poteri di vigilanza diretti ed assumono decisioni direttamente vincolanti nei confronti degli intermediari (sebbene alcune di esse richiedano poi di essere attuate dalle autorità nazionali, nel caso del SRB), con l’avvio di un sistema inedito sia quanto a processo di formazione delle decisioni sia sul piano della tutela giurisdizionale<sup>9</sup>. Rispetto alle tre ESA è inoltre importante notare come nella *governance* di questi nuovi soggetti un peso fondamentale sia attribuito ai membri permanenti dei comitati interni alle due autorità – rispettivamente l’Executive Board del SSM e il Single Resolution Board del SRM – al fine ottenere un’equilibrata composizione tra prospettiva nazionale e prospettiva europea, laddove nelle tre ESA solo i rappresentanti delle autorità nazionali hanno diritto di voto negli organi di vertice (sebbene questi debbano agire formalmente a titolo personale e senza “vincolo di mandato” dalle rispettive autorità nazionali).

E tuttavia è anche importante ricordare che anche in questo caso *integrazione* non implica una mera *centralizzazione*: il SSM e il SRM sono strutture amministrative che integrano componenti nazionali ed europee: le autorità nazionali votano negli organi di vertice del SSM e del SRM; la loro operatività nel continuo, e ancor di più in caso di crisi bancarie, si fonda sulla cooperazione regolare e costante con gli staff di tutte le autorità nazionali, che lavorano insieme nei Joint Supervisory

---

<sup>9</sup> Si fa riferimento, innanzitutto, ad alcuni “*grand arrêts*” della Corte di Giustizia in materia di risoluzione e di supervisione bancaria accentrata e, in particolare, alle conclusioni raggiunte dai giudici europei sulla vicenda del Banco Popular Español S.A nelle sentenze del Tribunale (Terza Sezione ampliata) del 1° giugno 2022 (T-481/17, T-510/17, T-523/17, T-570/17 and T-628/17) e alle sentenze della Corte di Giustizia dell’Unione europea (Grande Sezione) del 19 dicembre 2018 (causa C-219/17 – Silvio Berlusconi, Fininvest c. Banca d’Italia e altri) e del Tribunale dell’11 maggio 2022 (causa T-913/16 – Fininvest e Berlusconi c. BCE) relative all’acquisizione da parte della Fininvest e del sig. Silvio Berlusconi di una partecipazione nell’ente creditizio Banca Mediolanum S.p.A. Per un’analisi approfondita degli sviluppi dottrinali e giurisprudenziali, si fa riferimento D’AMBROSIO (a cura di), *Law and Practice of the Banking Union and of its governing Institutions (Cases and Materials)*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, aprile 2020; ZILIOLI e WOJCIK (a cura di), *Judicial Review in the Banking Union*, Elgar Financial Law and Practices, 2021; BUSCH, GORTSOS e McMEEL (a cura di), *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, 2022, Oxford EU Financial Regulation.

Team (SSM) e negli Internal Resolution Team (SRM), creati per la vigilanza di ciascun intermediario.

Sempre in termini prospettici, ma guardando per un momento indietro e non in avanti, penso possa essere utile anche condividere una personale ricognizione, per quanto sintetica e incompleta, dei risultati sinora raggiunti in questi anni.

Credo che il SSM sia entrato ormai in una fase di “maturità” di funzionamento e sia divenuto un fondamentale fattore di stabilità e resilienza del sistema bancario europeo<sup>10</sup>. Le riforme regolamentari e di vigilanza poste in essere per rafforzare le posizioni di capitale e liquidità delle banche in questi anni hanno reso il sistema bancario molto più solido, consentendogli di fare fronte in modo adeguato all’impatto della crisi epidemiologica.

Inoltre, occorre anche ricordare che in questi anni – anche grazie al SSM visto che si parla spesso di eccessiva rigidità da parte delle istituzioni europee – sono state introdotte in Europa una serie di misure di flessibilità in funzione anticiclica (il c.d. “*quick fix*”) per mantenere distese le condizioni del credito, si pensi a: la revisione delle regole sulle cartolarizzazioni, anche per i crediti deteriorati, per creare nuove opportunità di *funding* per le banche; la possibilità di utilizzare i *buffer* prudenziali in modo anticiclico; il sostanziale allentamento del *calendar provisioning* per i crediti garantiti dallo Stato; l’introduzione di un filtro prudenziale per neutralizzare la volatilità ingiustificata dei titoli di Stato; i due importati Piani della Commissione europea del 2017 e del 2020 per fronteggiare il problema dei crediti deteriorati, cercando di favorire il funzionamento di mercati secondari in modo che funzionino in maniera efficiente, e al contempo tutelino i debitori, offrendo loro la possibilità di nuova finanza là dove le condizioni di crisi sono reversibili.

Meno evidenti appaiono invece i progressi registrati dal SRM sul fronte della gestione delle crisi bancarie, dove in questi sette anni abbiamo continuato ad assi-

---

<sup>10</sup> Sui problemi e le prospettive evolutive della vigilanza bancaria a livello europeo vedi anche D’AMBROSIO (a cura di), *Law and Practice of the Banking Union and of its governing Institutions (Cases and Materials)* (n. 1.; LUCCHINI, ZOPPINI, *Vigilare le banche in Europa. Chi controlla il controllore?*, 2019; ZILIOLI e WOJCIK (a cura di), *Judicial Review in the Banking Union* (n. 9).

stere a tecniche di composizione di crisi bancarie molto diverse tra loro e gestite su base nazionale. Credo che ciò sia dovuto al fatto che le regole della Banking Recovery and Resolution Directive (BRRD)<sup>11</sup> – e in particolare quelle concernenti il requisito minimo di condivisione delle perdite (*minimum burden sharing*) come condizione per poter utilizzare le risorse messe in comune dalle banche europee nel fondo unico di risoluzione – siano, o siano state interpretate, in modo troppo rigido. Da tale rigidità è conseguito il rischio concreto che l’applicazione dell’impianto previsto dalla BRRD e il *minimum burden sharing* avrebbero finito col porre a rischio la stabilità finanziaria, la cui preservazione è invece un obiettivo fondamentale della BRRD. Di qui, pertanto, la decisione in molti casi di non applicare la BRRD, e il connesso regolamento SRM<sup>12</sup>, e di ricercare piuttosto soluzioni nazionali alle diverse crisi che si sono avute in molti Stati membri. Con il risultato che in questi anni ingenti risorse sono rimaste immobilizzate nel fondo unico di risoluzione e nei fondi di garanzia nazionali, laddove avrebbero potuto essere utilizzate per gestioni più efficienti delle crisi<sup>13</sup>.

Concludo questa panoramica sulla seconda fase spostandomi dal settore bancario a quello dell’intermediazione non bancaria, perché, come anticipato, questa seconda fase è segnata anche dal progetto di promozione dell’integrazione dei mercati finanziari, battezzato Capital Markets Union (CMU), che vede la luce nel 2014, su forte impulso del Presidente della Commissione europea Junker. Sarebbe

---

<sup>11</sup> Direttiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio

<sup>12</sup> Regolamento (UE) N. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014 che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010.

<sup>13</sup> Cfr. ENRIA, *Of temples and trees: on the road to completing the European banking union*, Intervento al Institut Montaigne, Parigi, 17 maggio 2022. Tali criticità erano già state individuate in coincidenza con la creazione del SRM, cfr. BRESCIA MORRA, *The Relationship between the Single Resolution Fund and the national Deposit Guarantee Schemes*, in *Towards the European Banking Union. Achievements and Open Problems*, 2014.

“fuori fuoco” in questa sede ripercorrere le numerosissime iniziative di armonizzazione del diritto dei mercati finanziari in cui questo progetto si è articolato<sup>14</sup>. Ciò che preme sottolineare è che, sul piano giuridico e istituzionale, la CMU è fattispecie del tutto diversa dalla BU. Il termine “*Union*” in questo caso non poteva essere più fuorviante: esso non rinvia ad alcun meccanismo di integrazione dei sistemi di vigilanza, bensì solamente all’obiettivo finale di mercati finanziari integrati su scala europea, attraverso una maggiore armonizzazione del sistema delle regole. Ed è forse in questa differenza che si coglie già uno dei punti di debolezza della CMU come configurata sin dalla sua genesi. Tornerò sul punto a breve.

4. La terza fase dell’architettura di vigilanza è quella che stiamo vivendo e si distingue dalle precedenti principalmente per due motivi:

- 1) è una fase di *evoluzione e non di rivoluzione*, perché le basi giuridiche che consentono l’integrazione delle vigilanze nazionali nella vigilanza europea sono già state poste, e i relativi strumenti sono stati introdotti e gradualmente sottoposti al vaglio della giurisprudenza. Si tratta quindi di sviluppare ulteriormente questo assetto in modo organico e coerente con le nuove sfide che si pongono, *eliminando al contempo le incongruenze e duplicazioni derivanti dalla stratificazione degli interventi*;
- 2) è una fase caratterizzata anche da fattori e sfide geneticamente non finanziari (sostenibilità e neutralità climatica, innovazione digitale, crisi epidemiologica e guerra in Ucraina), ma parimenti importanti perché pongono in evidenza l’esigenza di risposte europee a queste sfide anche in campo finanziario, con un impatto diretto sull’evoluzione dell’architettura europea di vigi-

---

<sup>14</sup> Per approfondimenti, cfr. AA. VV., *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? – Atti del convegno*, Roma, 6 novembre 2018, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Banca d’Italia, agosto 2019.

lanza finanziaria, e del rapporto tra Unione Europea e Stati membri.

Sotto il profilo istituzionale, i binari principali lungo i quali si sviluppa questa fase sono ancora il completamento dell’Unione del Mercato dei Capitali e dell’Unione Bancaria, in un’accezione ampia di questi due progetti, come dirò a breve. Mi soffermerò quindi ancora su di essi, questa volta però con una prospettiva orientata al futuro e non al passato, per sottolineare perché siano due progetti fondamentali, e come essi possano incorporare e presidiare anche le nuove sfide di cui abbiamo parlato in questi due giorni.

5. La realizzazione di una vera ed effettiva Unione dei mercati dei capitali su scala europea è una preconditione fondamentale per una crescita economica più robusta e sostenibile, in Italia e nell’Unione europea.

Più robusta perché il confronto con i mercati statunitense e asiatici mostra come le imprese in Europa, e specie in Italia, presentino una struttura del loro passivo eccessivamente sbilanciata nei confronti del debito bancario<sup>15</sup>. Ciò ha rappresentato un fattore di debolezza per le imprese e per le stesse banche nel corso della Grande Crisi, contribuendo a innescare quella spirale negativa tra crisi finanziaria e recessione economica che ha condotto, tra l’altro, a un picco di crediti deteriorati nei bilanci delle banche nel 2015. La diversificazione delle fonti di finanziamento attraverso un mercato europeo dei capitali diviene quindi essenziale per assorbire gli *shock* esterni, come nel momento attuale. In sintesi, CMU e BU si rinforzano reciprocamente. La prima contribuisce alla condivisione dei rischi, alleggerendone il peso sulle banche, mentre la seconda è un tassello necessario per l’efficiente funzionamento dei mercati: si pensi, ad esempio, a come la libera circolazione *cross-border* della liquidità nei grandi gruppi bancari transfrontalieri possa consentire loro

---

<sup>15</sup> Per i dati e una ricognizione comparatistica si rinvia al Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, pubblicato in consultazione dal Ministero dell’economia e delle finanze il 2 marzo 2022 (per il testo del Libro verde e la relazione illustrativa recante gli esiti della consultazione cfr. [https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_libro\\_verde.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html)).

di svolgere il fondamentale ruolo di *market maker*, a sostegno della liquidità dei mercati.

Più sostenibile perché il potenziamento dei mercati finanziari è il necessario complemento del PNRR, per poter finanziare la ripresa dopo la pandemia, lungo le dorsali della transizione ad un'economia a zero emissioni nette e della transizione digitale.

Per questo motivo, è da salutare con favore la rivitalizzazione del progetto CMU, avvenuto nel 2020 ad opera della Commissione europea<sup>16</sup>. La revisione va nella giusta direzione, in particolare per quanto riguarda:

- le proposte di alleggerimento degli oneri di quotazione e permanenza nei mercati con particolare riguardo alle PMI (proposta di Listing Act europeo da adottarsi nella seconda metà del 2022), con approccio sinergico tra efficienza dei mercati dei capitali, innovazione digitale e conseguimento degli obiettivi di *carbon neutrality* e, in generale, di sostenibilità<sup>17</sup>;
- un insieme di iniziative che, anche attraverso la leva dell'innovazione tecnologica (ad es., il Regolamento DLT Pilot Regime<sup>18</sup>), aprano nuove opportunità di accesso ai mercati da parte delle imprese e nuovi canali di *funding* (legati ad esempio all'impiego della tecnologia *blockchain*, al *crowdfunding*);
- l'intento di ampliare l'accesso a informazioni su volumi e prezzi di negoziazione, riducendone i costi e quindi favorendo l'efficienza dei mercati, mediante la creazione di un *consolidated tape*, ossia di un sistema che consolida le informazioni sulle transazioni che si svolgono su piattaforme di scambio in tutta

---

<sup>16</sup> Cfr. Commissione, *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*, COM/2020/590 final, 24 settembre 2020.

<sup>17</sup> Attraverso ad esempio la creazione del Database Unico digitale per informazioni finanziarie e non finanziarie (il c.d. European Single Access Point) e una progressiva incorporazione delle tematiche ESG nella governance delle imprese (es. attraverso la proposta di Direttiva su corporate sustainability due diligence).

<sup>18</sup> Cfr. Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE.

l'Unione Europea, consentendo agli operatori ed anche agli investitori al dettaglio di accedere a informazioni complete in tempo reale.

Tuttavia, ancora una volta, regole comuni nel settore dell'intermediazione non bancaria non sono sufficienti se non sono applicate in modo uniforme su scala europea. La Commissione si sta concentrando sulle giuste priorità nel suo attuale piano d'azione della CMU, attraverso proposte regolamentari che portano a regole uniformi per problemi che hanno impatti *cross-border*. Ma abbiamo, a mio avviso, ancora margini di miglioramento per quanto concerne la supervisione. Le pratiche di vigilanza possono ben divergere e ciò può essere sensato nell'affrontare le specificità degli Stati membri. Tuttavia, in altri casi le divergenze rischiano di mantenere i mercati dell'Unione europea frammentati e costituire un ostacolo alle attività transfrontaliere: problemi *cross-border*, ad esempio quelli che scaturiscono dalla transizione ecologica e digitale, necessariamente richiedono soluzioni *cross-border*.

Uno dei versanti su cui si potrebbe intervenire è quello degli strumenti che favoriscono la convergenza nella supervisione. La recente riforma delle ESA del 2019 ha introdotto alcune novità interessanti (ad esempio un nuovo processo di *peer review*, le *no action letter*, l'individuazione di priorità di vigilanza europee) e sarebbe opportuno che questi nuovi strumenti venissero ulteriormente potenziati. Sono inoltre da accogliere con favore alcune modifiche alle legislazioni settoriali che hanno come obiettivo una più stretta convergenza nelle prassi di supervisione a livello locale. Mi riferisco ad esempio:

- alla proposta di riesame della c.d. direttiva “Solvency II”, che propone di rafforzare il ruolo dell'EIOPA su casi transfrontalieri complessi (ad esempio quelli che riguardano polizze commercializzate a livello *cross-border*) in cui le autorità di vigilanza coinvolte stentano a raggiungere un punto di vista comune, evidenziando i limiti delle attuali piattaforme di collaborazione, istituite e coordinate dall'EIOPA, che, però, scontano l'assenza di un effettivo potere di mediazione vincolante in capo all'Autorità europea;



- alla proposta di revisione della c.d.AIFMD, che incarica l'ESMA di condurre *peer to peer review* e analizzare le notifiche di accordi sostanziali di delega in modo che le autorità di vigilanza abbiano una migliore visione d'insieme delle pratiche di mercato;
- alla "*supervisory data strategy*", che punta a migliorare la coerenza e l'interoperabilità del sistema delle segnalazioni di vigilanza nell'UE, anche per evitare *greenwashing*.

Su un piano ancora più ambizioso, potrebbe essere opportuno riprendere in sede europea la riflessione su quali settori dell'attività finanziaria possano essere soggetti a poteri di vigilanza diretta da parte dell'ESMA, anche sulla scorta dei risultati registrati nel settore bancario. Non credo infatti che la "c.d. dottrina Meroni" rappresenti un ostacolo a tale riconoscimento di competenze dirette, come dimostrato dalla vigilanza sulle agenzie di *rating* e dalla più recente giurisprudenza<sup>19</sup>. Si potrebbe, ad esempio, valutare di rafforzare l'ESMA e attrarre nel suo perimetro di vigilanza diretta determinate realtà, sulla base di criteri quali la portata dell'eventuale rischio di contagio. Potrebbe essere questo, ad esempio, il caso delle Casse di compensazione e garanzia europee o dei Depositari centrali transnazionali.

Andrebbe, infine, ripensato il tema della *governance* delle ESAs. Ad oggi è ancora diffusa la sensazione che il sistema di *governance* di tali Autorità, con decisioni assunte dalle 27 autorità di vigilanza nazionali, possa dare troppo rilievo, in modo "atomistico", agli interessi nazionali e produrre risultati non sempre ottimali. Gli sforzi andrebbero pertanto concentrati verso soluzioni organizzative che ottengono un miglior bilanciamento tra prospettiva nazionale ed europea. L'uso di alcuni strumenti delle ESAs potrebbe beneficiarne se per determinate decisioni si facesse riferimento anche ad un organismo dotato di un certo grado di indipendenza dalle autorità nazionali a cui tali decisioni si applicano.

---

<sup>19</sup> Si fa riferimento, in particolare, alla sentenza della Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014 (causa C-270/12 – Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord c. Parlamento europeo, Consiglio dell'Unione europea) avente ad oggetto la legittimità dei poteri di intervento attribuiti all'ESMA dal Regolamento (UE) n. 236/2012; cfr. LAMANDINI (n. 5) per un commento.

6. Per quanto concerne il completamento della BU, occorre prendere atto che i tempi non sono politicamente maturi per giungere a quello che nel 2015 era stato indicato nella *roadmap* come il “terzo pilastro” della BU: vale a dire il Sistema Unico di Garanzia dei Depositi (o European Deposit Insurance Scheme, EDIS). Direi allora che i principali “cantieri aperti” sono due: l’introduzione di un Single Rule-book e di una Autorità Europea per l’antiriciclaggio (AMLA), peraltro non solo nel settore finanziario, e la revisione del quadro delle regole per la gestione delle crisi bancarie, per fare tesoro delle lezioni apprese in questi anni.

L’idea di costituire un’Autorità antiriciclaggio europea nasce dalla constatazione del fatto che il riciclaggio non si contiene lungo i confini nazionali. Gli scandali bancari nel nord Europa di questi anni mostrano come il riciclaggio sia non solo essenziale per la “salute” dell’economia reale ma anche una fonte di rischio molto importante per gli intermediari finanziari, con problemi di concorrenza sleale *on going* e costi delle crisi comuni. Per prevenire meglio questi rischi, AMLA andrà non solo a coordinare le Unità di Informazione Finanziaria nazionali e le autorità di vigilanza AML nel settore finanziario, ma avrà anche poteri di vigilanza diretta su alcuni degli enti finanziari più rischiosi che operano in diversi Stati membri o richiedono un’azione immediata per far fronte a rischi imminenti.

Su *crisis management* ed EDIS, sono stati compiuti importanti passi nella direzione auspicata, ma i tempi non sono ancora maturi per un accordo su EDIS. Per questo motivo, i governi dei paesi dell’area euro ad esito di una recente riunione dell’Eurogruppo<sup>20</sup> hanno dichiarato di volersi concentrare sul filone di lavoro che appare più promettente: la revisione del quadro normativo in materia di *crisis management and deposit insurance* (CMDI). A questo fine, è stato chiesto alla Commissione di presentare una proposta legislativa in materia di CMDI, chiedendo il completamento del processo legislativo entro la fine dell’attuale ciclo istituzionale (ini-

---

<sup>20</sup> Eurogroup statement on the future of the Banking Union, 16 giugno 2022.

zio del 2024). Maggiore chiarezza e armonizzazione per la valorizzazione degli schemi di garanzia dei depositi nella gestione delle crisi aiuterà auspicabilmente a superare le suddette rigidità della BRRD, e potrebbe così aprire la strada a una convergenza tra Stati membri sul pilastro mancante nella Banking Union, EDIS.

7. In questa ricognizione sulle prospettive della supervisione alla luce delle sfide di oggi e di domani, non si possono ovviamente ignorare i cambiamenti che il settore finanziario sta attraversando in conseguenza dell'applicazione della tecnologia digitale anche ai servizi bancari e finanziari (il c.d. Fintech). Come segnalato nella risposta delle tre ESAs alla *Call for advice on digital finance and related issues*<sup>21</sup>, assistiamo a innovazioni che incidono profondamente sui canali di intermediazione e sui modelli di business, e naturalmente anche sulle conseguenti risposte regolamentari e di vigilanza. I tratti salienti di questo cambiamento di paradigma possono essere sintetizzati ricordando la:

1. frammentazione delle catene del valore nel sistema finanziario e affermazione di soggetti specializzati, non sempre regolamentati, in ciascun segmento della catena;
2. crescente importanza di nuove tecnologie (DLT e crittografia) che implicano nuovi legami e connessioni tra i diversi agenti, e crescente rilievo di soggetti terzi rispetto agli intermediari, come i fornitori di servizi tecnici di *back office* e *middle office* (ICT *outsourcing*);
3. diffusione di piattaforme digitali che distribuiscono prodotti o servizi finanziari, in alcuni casi all'interno di gruppi misti, e detengono una posizione dominante anche nei servizi commerciali on-line (ad es., le c.d. *Big Tech*), potendo quindi fare leva su un'amplissima base di clientela e di dati sulle loro preferenze, anche tramite tecnologie avanzate

---

<sup>21</sup> Cfr. il *Joint Report* pubblicato dalle tre ESAs il 7 febbraio 2022, e anche la "Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e crypto-attività" del 15 giugno 2022.

di *machine learning* e *artificial intelligence*;

4. affermazione di prodotti e servizi digitali che presentano natura “ibrida” sul piano funzionale, si pensi alle cripto-attività che possono essere utilizzate al contempo come mezzo di pagamento o prodotto di investimento.

Si tratta di quindi di fenomeni non solo *transnazionali* ma anche *trasversali*, in cui – in conseguenza della componente tecnologica – vengono investiti e *collegati tra loro una pluralità di interessi pubblici rilevanti*, anche non rientranti nello spettro d’azione della vigilanza finanziaria. Si pensi alle implicazioni che le cripto-attività possono avere, al tempo stesso, per la politica monetaria, la stabilità macro e micro, l’integrità ed efficienza dei mercati, il contrasto all’utilizzo criminale della finanza, la tutela degli investitori e degli utenti dei servizi, la preservazione dei dati personali, la concorrenzialità dei mercati.

Tutto ciò impatta inevitabilmente sulle vigilanze e induce a riflettere sull’(in)adeguatezza dei modelli di vigilanza esclusiva, per soggetti o per finalità. Si pone in particolare l’esigenza di ripensare, anche con formule nuove e inedite, le forme di cooperazione e interazione istituzionale tradizionale.

Si spiega alla luce di questi fattori e considerazioni l’affermarsi, nelle iniziative regolamentari europee più recenti, di sistemi di vigilanza compositi, europei e nazionali, basati su un soggetto europeo competente per la supervisione, individuato sulla base di un criterio di prevalenza dell’attività o funzione da vigilare, e un collegio di autorità europee e nazionali con funzione consultiva e di coordinamento. È questa infatti la tendenza evolutiva che sembra emergere dal pacchetto legislativo della Commissione in materia di finanza digitale. Ad esempio, nel Regolamento in materia di cripto-attività, il c.d. MiCAR, il testo “in dirittura d’arrivo” nell’ambito del processo legislativo entrato nella fase del c.d. trilogò prevede che sugli *stablecoins* più rilevanti (i.e. *significant asset referenced tokens* e *significant e-money tokens*) la vigilanza sul rispetto delle nuove regole sia attribuita all’Autorità europea compe-

tente in materia di pagamenti, ovvero sia l'EBA, considerando tale funzione economica prevalente per gli *stablecoins*. Questa Autorità, tuttavia, si dovrà coordinare con l'ESMA, la BCE e le altre Autorità nazionali competenti a vigilare sull'emittente dello *stablecoin* significativo e sui principali prestatori di servizi ad essi relativi, in modo da collegare l'attività di supervisione di tutti i soggetti coinvolti a vario titolo nell'ecosistema di quello *stablecoin*. Un approccio simile è stato adottato anche nella proposta sulla resilienza operativa digitale nel settore finanziario, c.d. DORA, che introduce un sistema di sorveglianza (sui fornitori di servizi ICT critici per il sistema finanziario) in cui l'Autorità europea competente a sorvegliare sarà quella responsabile per il settore finanziario più esposto verso il fornitore terzo (ad es., l'EBA se il settore più esposto è quello bancario) e quest'ultima si dovrà coordinare con le altre Autorità di settore competenti a vigilare sul soggetto finanziario che ricorre a tali servizi ICT e con le altre ESAs.

Un esempio domestico di questa nuove forme di interazione istituzionale è del resto rappresentato dal c.d. Comitato Fintech e dal connesso regime di sperimentazione per prodotti e servizi tecnologicamente innovativi (la *sandbox* regolamentare), che raccoglie, ai fini del coordinamento e dell'unitarietà di azione amministrativa complessiva, autorità finanziarie e non<sup>22</sup>. Così come un'intensa cooperazione e coordinamento tra autorità diverse (Banca d'Italia, Consob, Guardia di Finanza, Organismo Agenti e Mediatori Creditizi, Unità di Informazione Finanziaria) è richiesta dal recente avvio della prima forma di supervisione sui prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali e di portafoglio digitale<sup>23</sup>.

Infine, in via prospettica non va trascurato che la transizione digitale del sistema finanziario pone nuove sfide alle Autorità non solo sul piano dell'organizzazione ma anche su quello strettamente operativo, richiedendo loro significativi investimenti in persone, mezzi e competenze, mediante il reclutamento

---

<sup>22</sup> Costituito nel 2018, tramite protocollo di intesa, il Comitato è stato successivamente istituzionalizzato dall'articolo 36, comma 2-octies, del D.L. n. 34/2019 (Decreto Crescita), come convertito dalla legge n. 58/2019, che ne disciplina le attribuzioni e l'operatività.

<sup>23</sup> Il riferimento è al Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 13 gennaio 2022.

di profili “STEM”, per sviluppare il c.d. *suptech*, e tramite l’integrazione, anche su scala europea, delle reti tecnologiche e delle infrastrutture necessarie per essere al passo con le sfide delle DLT (del resto una strada che le Banche Centrali hanno da tempo adottato per i sistemi di pagamento, Target 2 e TIPS)<sup>24</sup>.

8. Spero quindi di aver fornito elementi e argomenti convincenti sul perché, e come, in questi anni si sia sviluppato – attraverso fasi distinte, ispirate da disegni e fattori diversi – un quadro di supervisione articolato su più livelli, sia in ambito europeo sia nel contesto nazionale, e significativamente integrato.

Per assicurare unitarietà di azione tra i diversi soggetti istituzionali coinvolti in questo assetto, e al contempo evitare il rischio di incongruenze nell’azione di vigilanza, è necessario intensificare sempre di più il coordinamento tra tali attori istituzionali, da un lato, e al contempo domandarsi, dall’altro lato, se la “stratificazione” degli interventi che si sono succeduti non richieda, oggi, un’opera di “razionalizzazione” dell’architettura di supervisione.

Anche in questo caso l’economia di questo intervento consente soltanto di condividere alcuni spunti. Anzitutto, credo sia importante condurre questa riflessione senza adottare impostazioni dogmatiche, sulla base di modelli teorici “universali” (ad esempio, autorità unica o *twin peaks*), bensì con un approccio pragmatico e graduale, che tenga nel dovuto conto anche il principio di sussidiarietà e proporzionalità.

A livello europeo questo approccio potrebbe portare, ad esempio, all’attribuzione di maggiori poteri di vigilanza diretta all’ESMA su alcuni operatori dei mercati dei capitali, vista la distanza ancora esistente tra i diversi Stati Membri.

Ancora si potrebbe pensare alla creazione, già auspicata da Larosière nel suo rapporto, di un meccanismo di supervisione unico a livello europeo per banche e

---

<sup>24</sup> Cfr. da ultimo il Quaderno della Banca d’Italia, *Integrazione delle DLT con le infrastrutture di mercato: analisi e proof-of-concept per un DvP sicuro tra piattaforme TIPS e DLT*, 19 luglio 2022.

assicurazioni, i cui mercati sono invece già significativamente integrati all'interno dell'Unione<sup>25</sup>.

Inoltre, occorre stare attenti alle sovrapposizioni: la combinazione di un quadro di regole unitario e un modello di supervisione multilivello può generare qualche complessità e il rischio di incongruenze. In tal senso, alla luce della Brexit e del progressivo ingresso nell'Eurozona degli altri Stati membri, andrebbe ripensata l'attuale distribuzione di competenze e ruoli tra SSM ed EBA, posto che, da un lato, con lo sparire della dicotomia tra Mercato Unico ed Eurozona verrebbe meno la funzione di dell'EBA di garante del "level playing field" tra le due sfere di campo e, dall'altro lato, è quanto meno discutibile che l'attuale separazione tra la funzione di regolamentazione secondaria e la funzione di supervisione del settore bancario sia ideale sul piano dell'efficienza ed efficacia, data la difficoltà di tracciare in concreto la linea di demarcazione tra le due.

Ma al di là delle revisioni di competenze possibili, per il successo dell'assetto integrato di vigilanza europeo credo che non si debba sottovalutare l'importanza del "fattore umano". Le istituzioni camminano sulle gambe delle persone che lavorano al loro servizio: per favorire la fiducia reciproca e un'osmosi di successo è necessario costruire una cultura istituzionale comune, con un più sistematico interscambio di personale tra le Autorità europee e nazionali coinvolte, nonché tra le stesse istituzioni nazionali. Una direttrice da perseguire a tal fine è quella di favorire i meccanismi di scambio e distacco tra il personale delle Autorità europee e quelle nazionali (nonché tra queste ultime), così come perseguire nell'utilizzo di team di lavoro misti (quali i JST del SSM e gli IRT del SRM), per agevolare i processi di "contaminazione" e la creazione di supervisor capaci di analizzare le questioni in termini sia nazionali sia europei.

In conclusione, la strada per il completamento dei progetti CMU e BU è anco-

---

<sup>25</sup> Consapevoli che, ai fini dell'attribuzione delle competenze di supervisione, il già citato articolo 127, paragrafo 6, del TFUE, non potrebbe offrire in questo caso supporto e dovrebbe allora percorrerla la strada già battuta per l'attribuzione ad altre autorità di poteri di vigilanza diretta (cfr. n 8).

ra lunga, e forse a tratti in salita, ma penso sia il percorso da seguire per inglobare e dare risposta alle sfide di cui abbiamo discusso, e raggiungere nei prossimi anni un’effettiva integrazione del mercato bancario e dei capitali europeo, obiettivo imprescindibile per una crescita economica stabile e sostenibile.

**Stefano Capiello**

*Direttore Generale della Direzione V*

*“Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario”*

*presso il Ministero dell’Economia e delle Finanze*



**LA VIGILANZA IN UNA VISIONE OLISTICA:  
PROSPETTIVE E IPOTESI PER LA “MONETA SENZA STATO” E LA  
REGOLAZIONE FINANZIARIA UE \* \*\***

*(Financial regulation: a holistic approach.  
Perspectives and models for the “money without a State”  
and EU surveillance)*

**ABSTRACT:** *The new millennium is marked by financial crises and enhanced supervision. A burst of financial innovation – money, intermediation, open banking, payments – is occurring. In the EU the problems are augmented because of the euro area’s unique and incomplete institutional architecture: the money without a state. Crypto innovation – which comprises the Info Sphere, the Cyber Space and the Cyber Triad – represents scientific, geopolitical and financial game changers. The conventional wisdom of knowable probabilities is challenged by global uncertainty. All these concurrent phenomena are deeply intertwined and require an integrated analytic, regulatory and supervisory reference framework – presented in this paper – to understand, counter and prevent market dysfunctions. It is not by chance that currently in Europe new extensive regulation and supervision go hand in hand with a suspension of key financial rules. The enactment of the NGEU and the PNRR is linked to the decision of suspending the Stability and Growth Pact.*

*This paper outlines a reform path, notably for the NGEU, with the creation of a political, monetary and fiscal union and the parallel origination of a permanent supranational public debt, having as counterpart commonly agreed “good” infrastructures. It also offers guidelines for the appropriate supervisory process in developing a digital euro, while minimizing risks of decentralized finance for banks’ operations and of market fragmentation in the eurozone.*

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

\*\* Sono grato ai partecipanti al Convegno per le osservazioni e i commenti ricevuti. Le tesi presentate e eventuali errori rimasti sono di mia esclusiva responsabilità.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. La storia non si ripete, ma ... – 3. Il paradigma delle Global Uncertainty nel nuovo millennio e la Trias Politica. – 4. Politica, società, diritto ed economia. – 5. L'InfoSfera: un global game changer. – 6. Dal NGEU a una Political, Fiscal and Monetary Union (PFMU). – 7. Inflazione e frammentazione finanziaria: le ultime sfide. – 8. Last, but not least, regole e supervisione per le less significant institutions (LSI). – 9. Considerazioni conclusive.

1. Innanzitutto, un sentito ringraziamento a Diego Rossano e all'Università Parthenope per questo importante Convegno. Grazie anche a Francesco Capriglione che ha dato tutto il suo fondamentale supporto all'evento.

In secondo luogo, anticipo il taglio non convenzionale del mio intervento. Al costo di una sintesi forse eccessiva sottopongo al vostro vaglio un approccio olistico che cerca di tracciare i principali nessi tra incertezza globale, politica, diritto e economia, per meglio comprendere leggi, regole e supervisione in campo finanziario. Il modello indicato sollecita a non trascurare gli insegnamenti del passato, per guardare avanti, in particolare alle sfide dell'InfoSfera e della finanza digitale.

Terzo punto: l'approccio del dialogo socratico. So di non sapere, ma ricordo quello che spiegò Platone: a domanda la Pizia rispose che, a seguito dei serrati confronti di idee, Socrate sapeva. Lo stesso Socrate accettò di morire di cicuta pur di non disconoscere i propri convincimenti.

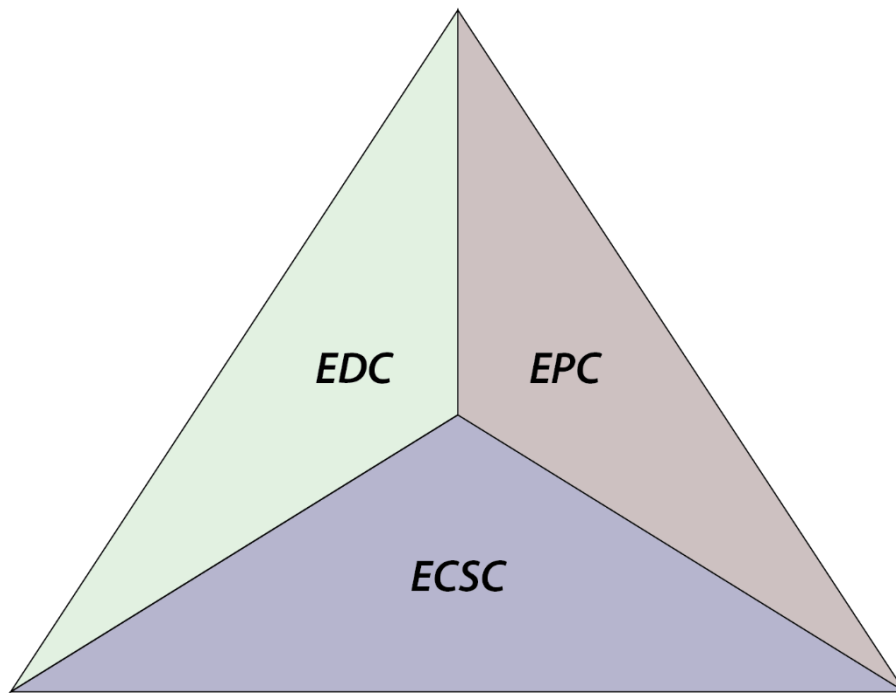
2. Jean Monnet<sup>1</sup> affermò che l'Europa si sarebbe forgiata dalle crisi e dalle soluzioni apportate. 70 anni fa nei due Trattati di Parigi del 1951 e del 1952 si è dato vita alla Comunità del Carbone e dell'Acciaio, ma non si sono potute realizzare le altre due Comunità proposte dallo stesso Monnet, da Schuman, da De Gasperi e da Adenauer – quella Politica e quella della Difesa<sup>2</sup> (Fig.1).

---

<sup>1</sup> Cfr. MONNET, Mémoires, Paris, 1976.

<sup>2</sup> Cfr. CVCE website, University of Luxembourg.

**Fig.1 - The triad of European Communities envisaged by the two Treaties of Paris (1951 and 1952)**



ECSC - European Coal and Steel Community. Established by the Treaty of Paris in 1951, expired in 2002.

EDC - European Defence Community. Not ratified in France in 1954.

EPC - European Political Community. Not finalised, as a consequence of the non-ratification of the EDC.

Source: CVCE website, Author

Il disegno originale era di ancorare la moneta della nuova Europa all'unione fiscale: l'unione politica e della difesa avrebbero rappresentato le pietre d'angolo della stessa unione monetaria, per gli stati che avessero definito e condiviso le regole e gli impegni. Le Comunità da organismi sovranazionali si sarebbero trasformate in unione politica.

La strada che gli eventi politici in Francia imposero nel 1954 fu quella della moneta senza stato e dell'assenza di un debito pubblico "federale". Il *divide* con gli Stati Uniti è evidente.

La costruzione europea è proceduta superando le crisi, come previsto da Monnet. La creazione della BCE<sup>3</sup>, il “*Whatever it takes*”<sup>4</sup> e il modello NGEU/NRRP<sup>5</sup> ne sono prova e rappresentano elementi di statualità. Con grande saggezza sono stati superati nei fatti i modelli di riferimento di analisi economica che avevano improntato il periodo di funzionamento dell’euro: la logica dell’austerità, l’errata applicazione dei vincoli intertemporali “efficienti” per i bilanci pubblici nazionali, l’adozione di schemi di riferimento di equilibrio economico generale (senza ricadere nel rischio opposto di preminenza di *market failure*).

Pensare nel sistema economico a mercati, imprese e operatori finanziari autoregolantisi, senza essere ancorati a un buon sistema giuridico, a regole e vigilanza appropriate, indipendenti dai mercati stessi, ovvero senza un fondamento esterno statale, politico e sociale, è un ossimoro.

L’Europa è di fronte a uno spartiacque. La domanda che si pone è se non occorra ripensare il modello ritornando ad alcune tesi dell’Europa dei Padri, per creare basi più solide.

La globalizzazione di mercato recede, ma non l’internazionalizzazione. Le sfide e il confronto geopolitico esaltati dall’InfoSfera, illustrati da Savona<sup>6</sup>, mostrano che non si può ricercare un *new normal*. I fenomeni di Global Uncertainty devono essere affrontati in una chiave diversa che si riverbera e si intreccia con quella della regolazione e supervisione finanziaria.

3. La Global Uncertainty si è manifestata e si manifesta con continue gravi crisi non modellabili ex ante sulla base di assunti di ergodicità e stazionarietà delle variabili stocastiche di riferimento, comunque non coerenti con approcci di equili-

---

<sup>3</sup> Cfr. ISSING, *The birth of the Euro*, Cambridge, 2009.

<sup>4</sup> Cfr. DRAGHI, *Global Investment Conference*, London, 2012.

<sup>5</sup> Cfr. <https://eceuropa.eu> e PAGANETTO (a cura di), *Il piano italiano di ripresa e resilienza. Una sfida da vincere*, Roma, 2022.

<sup>6</sup> Cfr. SAVONA, *Features of an economics with cryptocurrencies*, *Lectio Magistralis*, Università di Cagliari, 2021.

brio generale e di Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE).

Faccio riferimento agli eventi più recenti: la grande crisi finanziaria, la crisi del debito sovrano, il riconoscimento delle drastiche implicazioni del cambiamento climatico, la Brexit - con le conseguenze negative per la Capital Markets Union (CMU) - la problematica, ancora inadeguatamente analizzata, compresa e regolata dei cryptoassets, delle cryptocurrencies e della InfoSfera, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (comunque collegata al controllo dell'InfoSfera).

Oggi siamo di fronte alle rinnovate tensioni inflazionistiche, troppo a lungo trascurate e inadeguatamente analizzate, come spiegato da Fazio<sup>7</sup> e da Masera<sup>8</sup>.

Si ripropongono rischi sistemici, si ripresenta il tema, da rivedere in profondità, dei nessi tra moneta, debito pubblico, decisioni politiche, scelte istituzionali e regole finanziarie.

Secondo l'approccio olistico di riferimento i temi di fondo – il consolidamento politico dell'unione fiscale e di quella monetaria, l'allargamento dell'Unione e la revisione dei modelli economici, di probabilità e di statistica adottati – hanno in comune un leitmotiv, che li intreccia e li unisce.

Esiste una stretta connessione tra le scelte politiche e quelle sociali, istituzionali, giuridiche ed economiche. È cruciale l'attenzione al buon funzionamento della cosiddetta Trias Politica, elaborata per porre le basi democratiche alla Rivoluzione Francese<sup>9</sup>. Si tratta di definire le linee guida tuttora valide – oggi nella trasposizione a livello europeo -dell'interazione fra il popolo sovrano, la società civile e la triade di Parlamento, Governo, Sistema Giudiziario. Dal buon funzionamento della triade dipende quello dei sistemi sociali, legali ed economici (Fig.2)<sup>10</sup>.

---

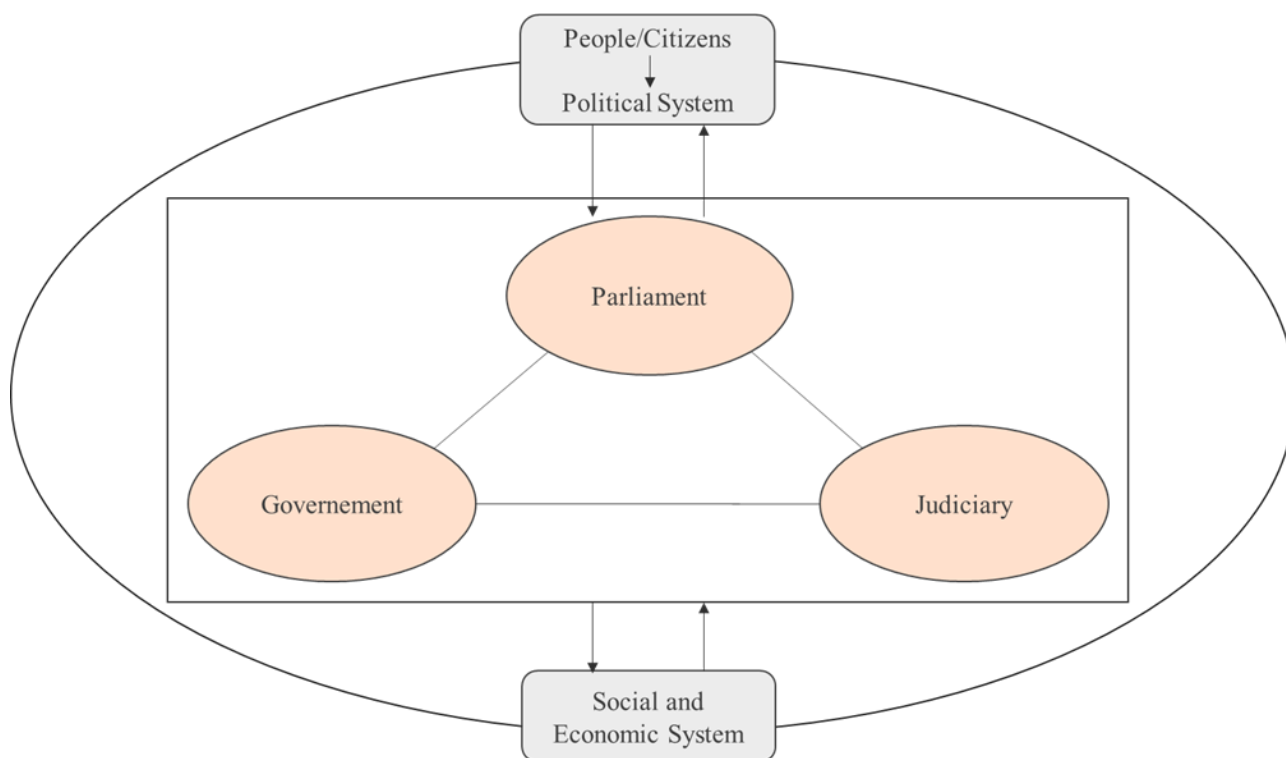
<sup>7</sup> Cfr. FAZIO, *L'inflazione in Germania nel 1918-1923 e la crisi mondiale del 1929*, Noventa Padovana, 2021.

<sup>8</sup> Cfr. MASERA, *Risparmio e investimenti: un gold standard strutturalmente viziato e malamente gestito*, Roma, 2021.

<sup>9</sup> Cfr. MONTESQUIEU, *De l'esprit des lois*, Genève, 1748.

<sup>10</sup> Cfr. MASERA, *Dalle buone infrastrutture il rilancio della crescita*, Milano, 2017.

**Fig. 2 - The «Trias politica»: the key infrastructure of a democratic political, social and economic system**



Source: elaboration from Montesquieu (1748) and Masera (2017)

L'analisi dei nessi profondi e complessi tra *res politica, societas, ius, oeconomica* richiede una visione integrata<sup>11</sup>: una collaborazione aperta e profonda di carattere interdisciplinare, che l'Università Parthenope e il Prin 2021 di riferimento ci propongono in questo Convegno<sup>12</sup>.

4. Il concetto in base al quale società e diritto sono indissolubilmente connessi (*ubi societas ibi ius*) può essere trasposto e ampliato all'economia (*ubi oeco-*

<sup>11</sup> Cfr. CAPRIGLIONE e SEPE, Riflessioni a margine del diritto dell'economia, RTDE n. 3, 2021.

<sup>12</sup> Cfr. anche ALPA, Gli effetti economici delle decisioni dei giudizi nelle controversie riguardanti i contratti, Convegno Università Parthenope, Capri, giugno 2022. L'autore mostra, con un approccio innovativo che sottolinea la rilevanza della competenza e della buona governance, i complessi intrecci tra aspetti giuridici ed economici.

*nomica ibi ius*). L'autocontrollo di mercati e operatori non è un modello *viable*, anche se regole e vigilanza non devono essere antitetiche al mercato e agli operatori. La buona governance è un raccordo fondamentale.

Il nuovo scenario geopolitico ed economico è riprova del fatto che i modelli probabilistici *knowable* sono strumenti di non generale applicabilità. Eppure sono stati alla base di importanti regole finanziarie, in particolare il secondo standard di Basilea, che ha contribuito alle crisi finanziarie invece di prevenirle<sup>13</sup>. Sono stati ampiamente modificati e reinterpretati negli Stati Uniti dal Congresso<sup>14</sup>.

Gli schemi probabilistici misurabili – sia bayesiani sia frequentisti – si erano gradualmente affermati nel secolo scorso, soppiantando l'approccio probabilità vs incertezza elaborato da Knight<sup>15</sup> e da Keynes<sup>16</sup>. Come detto, gli accadimenti di questo millennio mostrano la debolezza degli impianti analitici e delle regole finanziarie spesso derivanti dalla acritica applicazione di quegli schemi.

L'analisi e la politica economica non possono essere ricondotte a schemi semplificati - seppur presentati con modelli matematici e statistici apparentemente complessi. Devono viceversa essere affrontati con schemi e strumenti sofisticati di gestione del rischio, ma più spesso dell'incertezza.

5. Il termine e il concetto di IS sono stati introdotti dall'economista Boulding<sup>17</sup>. I cambiamenti radicali collegati alla rivoluzione nelle tecnologie di informazione e comunicazione sono stati analizzati da Floridi<sup>18</sup>, che ha mostrato, e sta approfondendo, le interconnessioni con le discipline filosofiche, etiche, giuridiche, fi-

---

<sup>13</sup> Cfr. KAY and KING, *Radical Uncertainty: decision-making for an unknowable future*, London 2020; MASERA, *Leverage and risk weighted capital in banking regulation*, *The IUP Journal of Bank Management*, February 2020.

<sup>14</sup> Cfr. Dodd-Frank Act, Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Washington D.C., 2010.

<sup>15</sup> Cfr. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit*, Boston, 1921.

<sup>16</sup> Cfr. KEYNES, *A Treatise on Probability*, London, 1921.

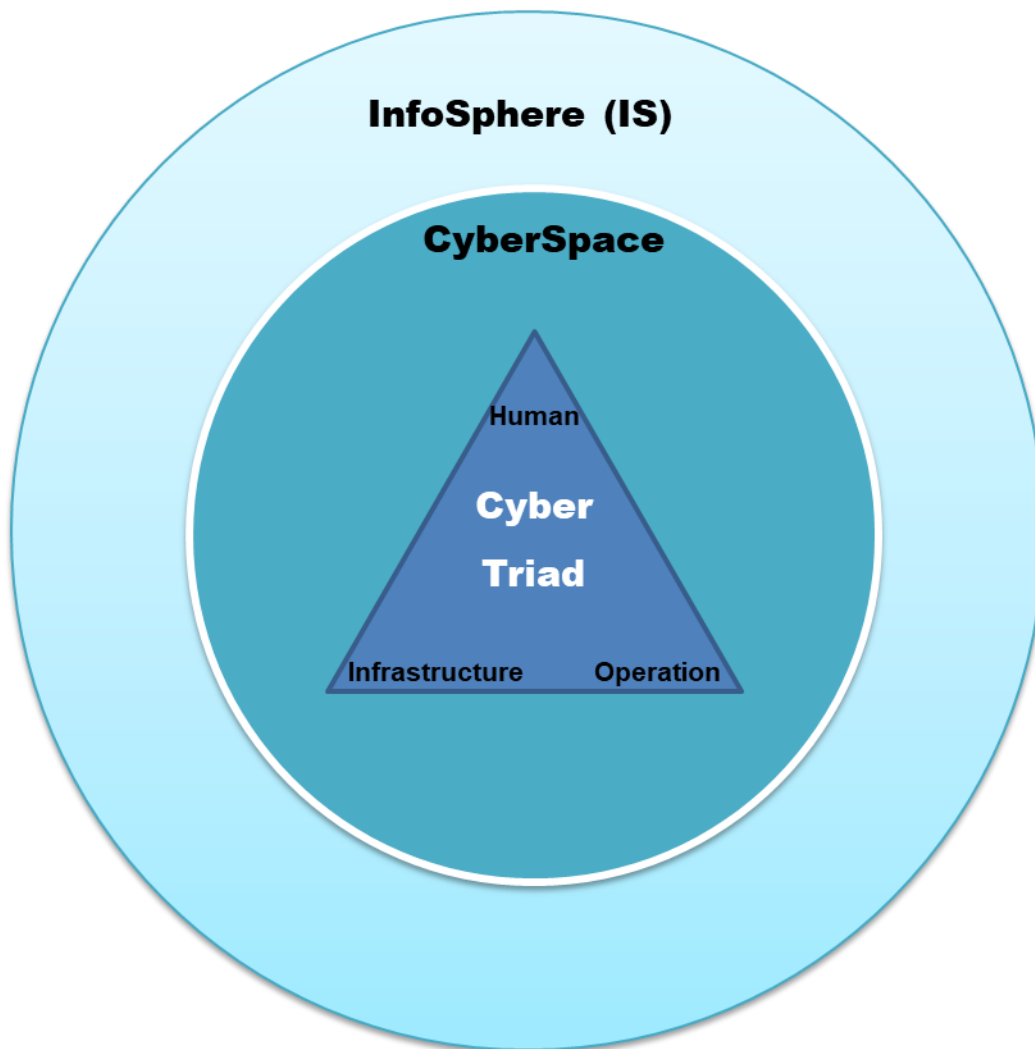
<sup>17</sup> Cfr. BOULDING, *Economics as a science*, New York, 1970.

<sup>18</sup> Cfr. FLORIDI, *The Fourth Revolution: How the Infosphere is Reshaping Human Reality*, Oxford, 2014.

nanziarie e politiche.

Il generale americano Olagbemi<sup>19</sup> ha esplorato nello stesso periodo le implicazioni dell'IS, del Cyberspace e della Cybertriad per i sistemi militari di difesa (e di offesa). Molte recenti pubblicazioni della Nato contribuiscono a illustrare i fenomeni descritti, qui sintetizzati nella Fig. 3.

**Fig. 3 – InfoSphere, CyberSpace and Cyber Triad: global scientific and geopolitical game changers**



where:

IS – broad domain: information, data, knowledge, AI, crypto & cyber realities

---

<sup>19</sup> Cfr. OLAGBEMIRO, Cyberspace as a complex adaptive system and the policy and operational implications for cyber warfare, Fort Leavenworth, 2014.



CyberSpace – complex adaptive digital/human systems

Cyber Triad – human, operation, infrastructure: interactive and interdependent dimensions

Source: Author adaption from Olagbemiro (2014)

Savona<sup>20</sup> ha fornito una analisi integrata, politica, economica e di regolazione finanziaria della IS e delle Cryptovalute.

Cryptocurrencies e Cryptoassets sono “solo” una importante dimensione della IS e delle sue implicazioni geopolitiche. Un’attenta lettura dell’invasione dell’Ucraina suggerisce che la Russia abbia fortemente sopravvalutato il suo grado di avanzamento nella IS, nonché le proprie capacità economiche, finanziarie, di risorse umane per sostenere a lungo lo sforzo bellico. L’*enforcement* delle sanzioni alla Russia ha mostrato l’esigenza di controllo dei cryptoassets e delle più ampie infrastrutture collegate alla IS. Gli shock geopolitici si riverberano a livello nazionale e europeo su energia e inflazione, con la prospettiva di stagflazione.

Un importante esempio del ruolo geopolitico del Cyberspace è stato illustrato da Capriglione<sup>21</sup>: ha correttamente osservato che una dimensione fondamentale delle CC è rappresentata dal confronto tra Big Tech e Big Global Banks, che fa intravedere la possibile sfida di Big Tech a Sovereign Currency/Central Banks.

Big Tech potrebbe cioè rappresentare un modello per realizzare un mercato innovativo dei capitali, collegato a monete affidate al mercato e ai suoi principali operatori.

Si ripeterebbero schemi già in parte sperimentati nell’800, ma rapidamente

---

<sup>20</sup> SAVONA, op. cit.

Cfr. anche PELLEGRINI and DI PERNA, Cryptocurrency (and bitcoin), a new challenge for the regulator, Open Review of Management, Banking and Finance, March 2018, LEMMA, Quali controlli per le monete virtuali?, Università Parthenope, Capri, giugno 2022 e MASERA, Le cryptovalute e l’Infosfera: sfide e opportunità per le banche e le autorità di regolazione, Atti della Conferenza Unimarconi, Associazione Guido Carli e Università Parthenope, Roma 5 luglio 2022, in corso di pubblicazione.

<sup>21</sup> CAPRIGLIONE, Fintech e cryptovalute, Webinar Associazione Guido Carli e Dentons, 2021.

abbandonati, di integrazione dei centri finanziari internazionali e di creazione e utilizzo di monete private. Non si può non ricordare che Hicks<sup>22</sup> aveva chiaramente mostrato le difficoltà e i pericoli di passare da una teoria di mercato della moneta a monete affidate e controllate di fatto dal solo mercato.

L'innovazione digitale nel banking investe le modalità operative, il capitale umano e le infrastrutture fisiche. Si interseca con i modelli di trasformazione connessi al sistema crypto – in particolare alle Stablecoins, alle Cryptocurrencies (CC) e alle Central Bank Digital Currencies (CBDC), con implicazioni in corso di esplorazione, ma non ancora acclamate<sup>23</sup>.

Le principali questioni aperte investono sia l'impatto sulla intermediazione bancaria, sia la sostenibilità stessa della moneta senza stato e di un safe asset europeo, in assenza del completamento dell'Unione bancaria (cfr. par. 7).

L'Open Banking e i suoi sottoinsiemi – in particolare Decentralized Finance e Applications – creano nuovi rischi e opportunità per gli operatori innovativi, ai quali risponde solo in parte la regolazione PSD2 e quella MICA (cfr. par. 9).

6. Si riprende un tema di fondo: il primato della buona politica, l'esigenza di consolidare le connessioni tra unione politica, fiscale e monetaria e la necessità di rivedere il meccanismo SGP.

Il NGEU rappresenta un passo significativo nella costruzione di uno schema istituzionale innovativo. Il meccanismo resta comunque sotto il profilo formale uno strumento temporaneo che non prevede forme automatiche e condivise di stabilizzazione fiscale macroeconomica, articolate paese per paese. In Italia si è viceversa creato un ampio convincimento sul fatto che il meccanismo sia permanente e istitu-

---

<sup>22</sup> HICKS, *Causality in Economics*, Oxford, 1979.

<sup>23</sup> Al riguardo si fa riferimento a SAVONA, *op. cit.*, PANETTA, *Un euro digitale per i pagamenti del futuro*, Parlamento europeo, Bruxelles, 18 novembre 2021, ADALID et al., *CBDC and Bank Intermediation in the Euro Area*, SUERF, June 2022 e AUTORI VARI, *Le criptovalute tra regolazione giuridica e utilizzazione economica*, Atti di una Conferenza Unimarconi, Associazione Guido Carli, Università Parthenope, *op. cit.*

zionale e rappresenti uno strumento di creazione di un vero debito pubblico europeo.

Nella riforma qui auspicata del NGEU, per consolidarlo in uno schema istituzionale, sono previsti tre cambiamenti strutturali.

L'Economic and Monetary Union sarebbe trasformata in una Political, Fiscal and Monetary Union (PFMU), in linea con i modelli dei Trattati di Parigi e con la visione di Delors<sup>24</sup>, superando le intrinseche debolezze di una moneta senza stato.

Si propone al contempo il ricorso a un debito pubblico sovranazionale, emesso dalla Unione fiscale e politica, solo a fronte di buone infrastrutture. Il debito sarebbe cioè corrispettivo dell'integrale nel tempo di spese in conto capitale con redditività tendenzialmente superiore al costo del finanziamento. Il debito "produttivo" consisterebbe in Euro Real Infrastructure Securities (EURIS). Queste sarebbero emesse in tranches, che comprenderebbero anche segmenti equity e ibridi. Quelle garantite sarebbero un safe asset europeo<sup>25</sup>.

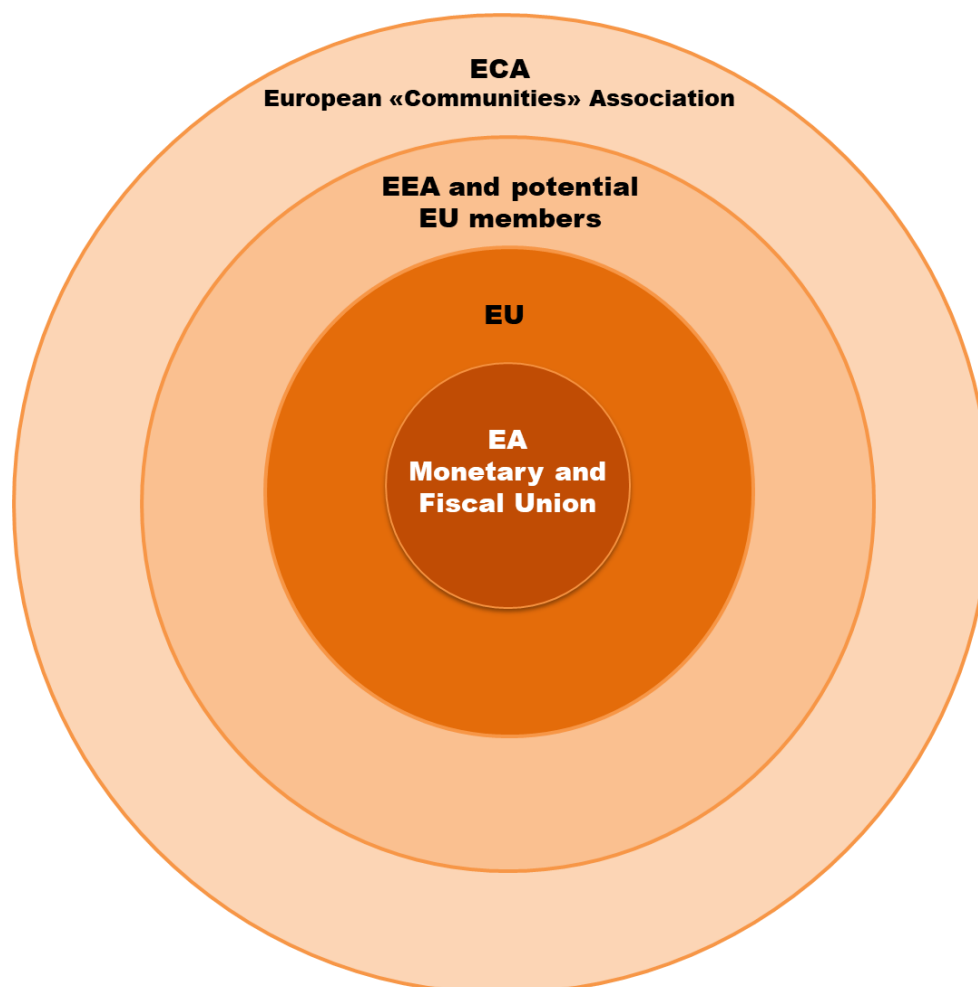
La riconfigurazione dell'assetto istituzionale prevede infine un'Europa "concentrica" con il nocciolo PMFU, aperta ad altri paesi EU, ad adesioni della EEA e di associazioni di Comunità di altri paesi (Fig.4).

---

<sup>24</sup> DELORS, Rapporto sull'Unione economica e monetaria della Comunità europea, Bruxelles, 1989.

<sup>25</sup> Cfr. MASERA, The case for a different stability and growth pact: towards a fiscal and political union in the Euroarea, SSRN, Amsterdam, 2021.

**Fig. 4 - Concentric Europe: a Blueprint**



Acronyms:

ECA = European “Communities” Association

EEA = European Economic Area

EU = European Union

EA = Euro Area (or Eurozone)

Source: Author

Si tratta di uno schema elaborato in particolare dalla Francia<sup>26</sup>, che faciliterebbe l'equilibrio dinamico fra *deepening* and *enlarging*.

La costruzione del NGEU è collegata alla saggia decisione di sospendere il SGP nel marzo 2020, facendo ricorso alla General Escape Clause, fino alla fine del 2022, a seguito della crisi pandemica. La clausola di sospensione è stata recentemente reiterata anche per il 2023, ovvero con un periodo di interruzione complessivamente previsto di due anni e nove mesi.

A fronte delle rinnovate emergenze sono state attivate ulteriori sospensioni di regole per il sostegno alle imprese e alle famiglie in difficoltà. Si fa ricorso a garanzie pubbliche e alla sterilizzazione (attenuazione) dell'impatto delle regole contabili e di vigilanza - in particolare su NPL e UTP delle banche – con approcci “quick fix”.

Il forte aumento dell'inflazione (e dei prezzi delle fonti energetiche con riduzione delle disponibilità fisiche) crea un grave shock di domanda e di offerta. Sono necessarie azioni che vadano al di là della mera sospensione di legge e regole, con modifiche attente e calibrate.

Il Presidente del Consiglio Draghi ha sottolineato a più riprese che NGEU e PNRR devono rapidamente trasformarsi in crescita della produzione e della produttività: l'impianto deve essere salvaguardato, ma non si può ignorare che alcuni fondamentali prezzi relativi si sono modificati in modo durevole.

8. Coloro che ritengono che ci sarebbe comunque un sostegno dell'UE a un ulteriore dilatarsi del debito pubblico nazionale improduttivo sbagliano. Si metterebbero a repentaglio, in una situazione di rinnovate tensioni, i risultati faticosamente raggiunti.

La CE, nell'esprimere parere favorevole alla proroga della sospensione del SGP, ha sottolineato l'esigenza per i paesi ad alto rapporto di debito pubblico/Pil

---

<sup>26</sup> Cfr. MACRON, Annual Ambassadors' Conference, Elysée, Paris, 2018.

(Grecia, Italia, Cipro) di limitare l'aumento delle spese correnti finalizzate a livello nazionale, mantenendolo al di sotto del potenziale di crescita. Investimenti a riforme sono la chiave per un risanamento durevole e progressivo.

La talora confusa discussione che si è aperta in Italia trascura i nessi con il Piano Donohoe<sup>27</sup> in corso all'Eurogruppo tra i ministri finanziari dell'area euro su debito sovrano e garanzie dei depositi. Il corretto completamento dell'Unione Bancaria – superando errori e carenze del passato – è un tassello fondamentale, insieme alla CMU, per il consolidamento della moneta senza stato.

Nella riunione informale dell'Eurogruppo tenutasi a Versailles il 10-11 marzo di quest'anno sono emerse profonde divergenze. con particolare riferimento alla questione delle regole sull'esposizione delle banche al debito sovrano nazionale.

Le problematiche si sono rapidamente dilatate. Esponenti della BCE hanno dichiarato che “nell'attesa che le capitali europee migliorino l'architettura economica dell'Unione, la politica monetaria dovrà rispondere a dinamiche destabilizzanti dei mercati”<sup>28</sup>.

Nelle passate settimane dichiarazioni della Presidenza della BCE avevano alimentato incertezze, contribuendo a far crescere i tassi sui BTP e soprattutto lo spread con i Bund.

Il 15 giugno la Fed ha alzato i tassi di interesse dello 0,75% per la prima volta dal 1994, nel tentativo di frenare l'inflazione - salita all'8,6%, ovvero ai massimi da 40 anni – e di ridurre il tasso di crescita della base monetaria evitando tassi di interesse negativi. È stato ribadito il “forte impegno” a far calare l'inflazione al 2%.

L'assetto istituzionale rappresenta un presidio importante per gli Stati Uniti, ma i rischi di innesco di Minsky Moments non possono essere sottaciuti su entrambi i lati dell'Atlantico.

---

<sup>27</sup> Cfr. Remarks by Paschal Donohoe following the Eurogroup meeting of the 16 June 2022, <https://www.consilium.europa.eu>.

<sup>28</sup> SCHNABEL, *United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union*, Paris, 2022.

A metà giugno molti esponenti della BCE hanno espresso la decisione di attivare la flessibilità nell'attività di reinvestimento del programma pandemico PEPP – peraltro terminato appena una settimana prima – e di contrastare la frammentazione finanziaria evidenziata dagli spread. I messaggi e la determinazione espressi sono benvenuti e necessari.

Ma restano problemi di fondo: il primo connesso alla moneta senza stato, il secondo alle divergenze emerse tra il Gruppo Donohoe e la BCE con le debolezze/assenza di una vera Banking Union<sup>29</sup>, il terzo è rappresentato dalla incertezza sul chiaro intendimento della BCE di riorientare la politica - contenendo il tasso di crescita di medio periodo della base monetaria e il ricorso a tassi di interesse nominali negativi – nonostante le prospettive di stagnazione.

La gradualità e la flessibilità degli interventi sono necessarie, ma non possono ingenerare incertezze sugli orientamenti di fondo, per evitare il disancoraggio delle aspettative sull'inflazione e per non ritornare alla situazione del 2011-2012. Allora la parola di Draghi era stata sufficiente e credibile, oggi la situazione potrebbe risultare diversa.

9. Le visioni frammentate sulla regolazione e supervisione delle banche “meno significative” in Europa sono state e continuano a essere rilevanti. Due parziali giustificazioni: l'assenza di un efficace meccanismo di risoluzione delle banche; un'impostazione sbagliata della CE che ha dall'inizio confuso i rapporti fra concorrenza nel mercato unico e proporzionalità delle regole (il caso Tercas ne è palese dimostrazione<sup>30</sup>).

---

<sup>29</sup> Manca in particolare un vero fondo paneuropeo di assicurazione dei depositi, come avviene viceversa negli Stati Uniti con il FDIC. Su questi punti, e con particolare riferimento al caso italiano, cfr. ROSSANO, *Fondo interbancario di tutela dei depositi. Metamorfosi della funzione*, Convegno Università Parthenope, Capri, giugno 2022.

<sup>30</sup> Come ha autorevolmente dimostrato ROSSANO, *La Corte di giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno la beffa*, nota a sentenza della Corte di giustizia del 2 marzo 2021, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2021, Fasc. 1.

Sono stati scritti libri e articoli su questi temi<sup>31</sup>, cercando di dimostrare analiticamente ed econometricamente che le regole e i meccanismi di supervisione dovevano essere modificati. È stata portata all'attenzione l'esperienza delle Community Banks negli Stati Uniti. È stata sottolineata e mostrata con riferimento all'esperienza italiana e internazionale la rilevanza di una buona corporate governance.

Se ne è discusso a Napoli alla Università Federico II. È un tema ampiamente trattato nell'attuale convegno. Come è stato anticipato dalla Prof.ssa Sciarrone, l'Università Cattolica ha deciso di dare ulteriore impulso alle ricerche in questo campo. Si riparerà a breve di questi temi in una conferenza internazionale organizzata all'Università Bocconi<sup>32</sup>.

FederCASSE sta cercando di migliorare il framework prudenziale con proposte di emendamenti al CRR e alla CRD e di rivisitazione del modello dei gruppi bancari cooperativi.

Ma la forza dei ragionamenti e dei numeri sembra insufficiente. Tuttavia, “gutta cavat lapidem non vi sed saepe cadendo”.

Il *mantra* della crescita dimensionale per superare le debolezze reddituali e di efficienza delle banche non significative, soprattutto attraverso aggregazioni per consentire economie di scala e di scopo, continua a prevalere.

Sia ben chiaro che non si sostiene che “piccolo è bello”. Le banche di dimensioni troppo ridotte - al di qua e al di là dell'Atlantico – stentano a sostenere le sfide concorrenziali e innovative. Ma imprese creditizie con attivo fino a € 30 miliardi sono spesso caratterizzate da ROE e Roa ampiamente sufficienti per sostenere la concorrenza, soprattutto con idonee alleanze per le filiere delle nuove supply chains, per il Fintech e per l'Open Banking.

---

<sup>31</sup> Per una rassegna della vasta bibliografia sull'argomento mi permetto di rinviare a MASERA, *Per una vera proporzionalità nella regolazione bancaria dell'Unione Europea*, Roma 2021. Cfr. anche SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, Università Parthenope, Capri, giugno 2022.

<sup>32</sup> Cfr. ad es. BRUNO e MARINO, *Dimensione e performance delle banche commerciali europee*, Università Bocconi, Milano 2022.



Le sfide per le banche sono molto forti. Ma non si ha evidenza che i necessari riposizionamenti imposti dalla finanza digitale e dalle stesse CBDCs siano più facili per grandi banche oligopolistiche, piuttosto che per medie banche ben gestite e aperte all'innovazione. Sia in Europa, sia negli Stati Uniti, al riguardo “the jury is still out”, purchè regole e supervisione siano neutrali nelle traiettorie di adattamento.

Le pubblicazioni di molti autorevoli colleghi costituiscono un punto di riferimento. Si suggerisce anche la lettura dei dati riportati nella Relazione della Banca d'Italia per il 2021<sup>33</sup> sui livelli e la crescita del ROE nell'anno passato, rispettivamente per le banche significant e less significant.

Le aggregazioni possono essere utili al raggiungimento di efficienza, non sempre lo sono. Possono viceversa fare emergere situazioni di oligopolio e di omogeneizzazione, con riflessi potenzialmente avversi per concorrenza ed efficienza, per la stessa stabilità sistemica, come sottolinea il motto dell'UE *in varietate concordia*.

10. Si intrecciano in questo lavoro temi separati nell'esposizione, ma indissolubilmente connessi e legati da meccanismi di retroazione, che investono questioni politiche, giuridiche, economiche e finanziarie della costruzione europea.

Si ripropone in primo luogo la questione del processo di unione politica che dovrebbe consolidare l'unione monetaria (la moneta senza uno stato). Occorre inoltre affrontare, con opportuna gradualità, la rivisitazione delle regole fiscali e finanziarie, temporaneamente e opportunamente sospese a seguito della pandemia, anche per consentire di affrontare il tema della difesa comune e la trasformazione dell'Unione in realtà non solo economica, ma anche geopolitica.

Si presenta un secondo crinale di revisione: quello delle regole e dei modelli di supervisione finanziaria, sia per tener conto dei profondi cambiamenti imposti alla vigilanza dalle tematiche di sostenibilità ambientale – declinati in senso ampio nei

---

<sup>33</sup> Cfr. Relazione della Banca d'Italia, cap. 13 pag. 168, Roma, 2022.

fattori Environment, Social and Governance (ESG) - sia per definire un quadro normativo applicabile alla finanza digitale, ai nuovi sistemi di pagamento, alla InfoSfera e alle cryptoattività/criptovalute.

La Payment Services Directive 2<sup>34</sup> e l'accordo sul regolamento europeo sulle cryptoattività MICA<sup>35</sup> costituiscono buone basi di riferimento.

Restano viceversa aperte le questioni connesse alla introduzione dell'euro digitale e ai potenziali rischi sistemici sia di disintermediazione delle banche commerciali, sia - nell'euro area - dei rapporti tra *safe assets* come sottoinsieme di titoli pubblici e bilancio dell'Euro sistema<sup>36</sup>.

Il terzo crinale investe la rivisitazione degli schemi e dei modelli economici, di probabilità e di statistica che nel tempo sono stati acriticamente adottati. Occorre riconoscere i fenomeni di Global Uncertainty e i modelli matematici e statistici di gestione dei fenomeni in condizioni di incertezza.

I modelli probabilistici knowable sono strumenti di ridotta applicabilità, così come sono pericolosi gli schemi di riferimento di equilibrio economico generale, con mercati e operatori, anche nel settore finanziario, in grado di autocorrezione rispetto a shock interni ed esterni.

La scienza economica e la politica economica non possono essere ricondotte a schemi semplicistici, seppur presentati con modelli matematici e statistici apparentemente complessi.

Come si è argomentato, i modelli convenzionali economici e politici hanno contribuito alla spinta infondata a favore dell'argomento generalizzato del debito pubblico come inevitabile "burden" (e quindi tendenzialmente da azzerare) e dell'adozione in Europa delle regole economiche e finanziarie del SGP.

Vi è oggi un crescente riconoscimento del fatto che i deficit pubblici devono essere distinti a seconda della natura: non riproduttiva, o viceversa collegata a spe-

---

<sup>34</sup> Cfr. Commission Delegated Regulation (EU) 2018/389 <https://eur-lex.europa.eu>

<sup>35</sup> Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-release/2022/06/30>.

<sup>36</sup> Questi temi sono stati tratteggiati nel par. 5.

se per infrastrutture produttive ed efficienti.

Forse la più efficace sintesi di questi cambiamenti è stata offerta da Draghi<sup>37</sup> quando ha sostenuto che solo il “buon debito” poteva salvare le economie a fronte della pandemia. Il debito pubblico doveva cioè essere utilizzato per il finanziamento della transizione verde, dell’economia digitale, delle infrastrutture fisiche e umane e del capitale sociale.

In questo lavoro si sostiene l’esigenza di trasformare il meccanismo NGEU in uno schema permanente e istituzionale per la creazione di un vero debito pubblico produttivo europeo. Parallelamente viene previsto un fondamentale cambiamento istituzionale: l’EMU sarebbe trasformata in una Political, Monetary and Fiscal Union (PMFU), in linea con il Blue Print di una Europa concentrica che si rifà alla visione di Delors e riprende suggerimenti formulati dal Presidente Mitterrand e, più recentemente, dal Presidente Macron.

Lo schema proposto faciliterebbe l’equilibrio dinamico tra deepening e enlarging, tenendo presente il crescente numero di richieste di adesione a entrare nell’Unione, a seguito dell’invasione russa.

Si riafferma in definitiva il modello interdisciplinare di questo Convegno dell’Università Parthenope, ovvero l’esigenza di un approccio innovativo, integrato e sostenibile per l’implementazione di buone regole economiche e finanziarie nell’UE.

**Rainer Masera**

*Preside della Facoltà di Economia*

*nell’Università degli Studi di Roma G. Marconi*

---

<sup>37</sup> DRAGHI, Intervento, Meeting di Rimini, 18 agosto 2020.

## **COMUNICAZIONI**

## TRANSIZIONE ENERGETICA, “JUST TRANSITION” E FINANZA \*

*(Energy transition, “just transition” and finance)*

**ABSTRACT:** *Through the Communication regarding the European Green Deal and the “Fit for 55” package the Commission launched a complex decarbonisation strategy partially under attack by the Ukrainian war and the energy crisis. In this context the paper analyses, on the one side, the necessary tools to achieve the objectives towards decarbonisation such as investments in eco- sustainable business and the availability of public funds addressed to mitigate social costs of industrial conversion. On the other side, it recalls the interaction between digital and ecological transitions. Moreover, the paper focuses how this transition needs not only to innovate markets deeply but also consumers’ preferences and behaviour highlighting the relevance of the demand side. All in all, regarding the new market regime, the Commission makes recourse to instruments to plan and steer economic activities in the name of the main interest of the transition.*

**SOMMARIO:** 1. Il contesto. – 2. Transizione ecologica, riconversione industriale, finanziamento. – 3. Transizione e nuovo protagonismo dei consumatori. – 4. Strumenti per un mercato eco-sostenibile.

1. Da oltre un ventennio il cambiamento climatico è visto come una minaccia epocale. Di recente, in un breve scorcio di tempo segnato da eventi climatici estremi e dalla pandemia numerosi interventi di carattere scientifico e non solo hanno indagato e raccontato la crisi ambientale e i drammatici risvolti della attuale condizione della terra o ci hanno presentato scenari di un possibile futuro.

Ciascuno di essi può essere letto “come una “riflessione” sul paradosso dei nostri tempi”: costante crescita delle emissioni di anidride carbonica a livello globa-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

le a fronte di disastrosi effetti sul clima davanti agli occhi di tutti. Nell’ultimo trentennio l’umanità ha riversato duecento miliardi di tonnellate di anidride carbonica nell’atmosfera. Si dice che sia più o meno la stessa quantità di CO<sub>2</sub> emessa dall’inizio della rivoluzione industriale fino al 1988. Solo nel 2019 abbiamo generato una quantità esorbitante di CO<sub>2</sub>, cioè dieci miliardi di tonnellate.

Sul fronte politico e delle istituzioni, l’Unione Europea risponde lanciando una sfida estremamente ambiziosa: progettare “una nuova strategia di crescita” in cui “la crescita economica sarà dissociata dall’uso delle risorse”<sup>1</sup>. In effetti, a partire dalla Comunicazione sul “Green Deal” europeo dell’11 dicembre del 2019<sup>2</sup>, la Commissione europea ha cercato di accelerare l’elaborazione di progetti e la messa in atto di politiche di contrasto al cambiamento climatico.

Gli obiettivi delineati nel progetto del Green Deal europeo sono stati precisati e consolidati, da un lato, grazie al Regolamento UE 2021/1119 sulla normativa europea sul clima, che ha recepito gli obiettivi di riduzione e successivo azzeramento delle emissioni nette di anidride carbonica e, dall’altro, con la presentazione di un complesso Pacchetto di proposte normative incentrato prevalentemente sul c.d. “Fit for 55” del luglio 2021<sup>3</sup> che hanno definito più in dettaglio sia gli obiettivi da perseguire che gli strumenti necessari nei diversi ambiti di intervento.

Dalla definizione di questi nuovi obiettivi emerge come la Commissione abbia intensificato le azioni di contrasto ai cambiamenti climatici in attuazione di una articolata strategia di decarbonizzazione nonostante che l’emergenza della guerra in Ucraina abbia acuito molte delle criticità peraltro già sottese a queste politiche non

---

<sup>1</sup> Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 *che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»)*, considerando 2.

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione, “*Il Green Deal europeo*”, COM(2019) 640 final del 11.12.2019 che, nella visione della Commissione, ha gettato le basi per l’economia di domani con strategie sulla biodiversità, economia circolare, mobilità sostenibile, e così via.

<sup>3</sup> Comunicazione della Commissione, “*Pronti per il 55 %: realizzare l’obiettivo climatico dell’UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica*”, COM(2021) 550 final del 14.7.2021.

solo per la crisi energetica ma anche per le nuove dinamiche geopolitiche che vanno ben al di là della guerra in corso e dei suoi possibili esiti immediati.

Su un versante diverso ma strettamente intersecato la Commissione sembra riaffermare il principio della crescita sostenibile, cioè l'esigenza di progettare un diverso modello di sviluppo sottoponendo a critica il paradigma economico fondato sulla idea di una economia lineare (produzione, utilizzo, consumo) e di una crescita illimitata della produzione e del consumo.

Se prendiamo sul serio l'assunto della legge europea sul clima riguardo la dissociazione necessaria tra crescita economica e uso delle risorse, la transizione verde deve fare affidamento su un modello più efficiente di utilizzo delle risorse che segni un cambio di passo incisivo, anche se non immediatamente dirimpente, rispetto a quello tradizionale.

Diventa qui evidente l'assunzione di un approccio alla sostenibilità fondata sull'idea dell'inevitabile esaurimento delle risorse e sulla promozione del modello di economia circolare che da tempo ha trovato spazio nel diritto europeo fino al recente piano d'azione per l'economia circolare della Commissione europea ormai parte della strategia del Green Deal<sup>4</sup>.

Nel disegno della Commissione il nuovo paradigma dell'economia circolare non appare tanto come uno strumento finalizzato alla protezione dell'ambiente, quanto piuttosto sembra disegnato come strumento di politica industriale, capace di orientare e di attrarre investimenti e di generare valore. Difatti è sempre più evidente che l'utilizzo efficiente delle risorse è "un obiettivo non solo ambientale ma, altresì, di competitività industriale"<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Comunicazione della Commissione, *Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare. Per un'Europa più pulita e più competitiva* (COM(2020) 98 final del 11.3.2020). Sull'economia circolare v. tra l'altro DE LEONARDIS, *Il diritto dell'economia circolare e l'art. 41 Cost.*, in *RQDA*, 2020, 1, 65 ss.; COCCONI, *Un diritto per l'economia circolare*, in *Il diritto dell'economia*, 2019, 3, 113 -162; CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia*, Padova, 2021.

<sup>5</sup> Sul punto v. COCCONI, *Un diritto per l'economia circolare*, cit., pp. 116 ss. e 159.

Pertanto, se un progetto articolato come il Green Deal rappresenta una strategia di crescita, il contesto delle politiche della Commissione resta quello della crescita sostenibile oppure, detto altrimenti, quello dove la sostenibilità si ponga come criterio di selezione nel quadro di un mercato concorrenziale tra le “attività ecosostenibili” e quelle che non lo sono<sup>6</sup>. In questa ottica, sebbene il progetto di conciliare decarbonizzazione e sviluppo economico sia stato sotto attacco da più parti<sup>7</sup>, la Commissione ha predisposto numerosi interventi normativi che rafforzano il percorso delineato nel Green Deal, la transizione verde che si accompagna a quella digitale<sup>8</sup> e al pacchetto del “Next Generation EU”, e che conducono, come vedremo più avanti, anche a ridisegnare una politica industriale europea.

Certamente il conflitto russo – ucraino che, come dicevamo, non rileva solo per gli effetti sugli approvvigionamenti energetici, ha fatto emergere pressanti richieste, anche da parte di numerosi stati membri, di revisione delle strategie imposte negli anni precedenti per fronteggiare gli effetti più immediati della crisi come la crescita dei prezzi dell’energia peraltro già iniziata nel 2021 con la ripresa dell’economia dopo la fase più pesante della pandemia<sup>9</sup>. In questo contesto la Commissione ha confermato la strategia già delineata con la pubblicazione del Pia-

---

<sup>6</sup> La definizione di attività ecosostenibile, riconducibile per lo più al fatto di non arrecare “un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali” (“Do No Significant Harm” – DNSH), è contenuta nel cd regolamento tassonomia (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*, in partic. artt. 3, 9, 10 e 17).

<sup>7</sup> Un’analisi delle diverse posizioni in partic. in CAFAGNO, *Analisi economica del diritto e ambiente. Tra metanarrazioni e pragmatismo*, in *Dir. econ.*, 2019, 155 ss.; ID., *Cambiamenti climatici tra strumenti di mercato e potere pubblico*, in CARTEI (a cura di), *Cambiamento climatico e sviluppo sostenibile*, Torino, 2013, 105 ss.; SCOTTI, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Diritto dell’economia*, 2019, 493 ss.; MOLITERNI, *La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico*, in *RQDA*, 2020, 32 ss.

<sup>8</sup> Sul tema delle sinergie e tensioni tra le due transizioni, v. da ultimo Communication from the Commission, *2022 Strategic Foresight Report - Twinning the green and digital transitions in the new geopolitical context*, COM(2022) 289 final del 29 giugno 2022; e per alcuni spunti di riflessione RENDA, *L’Unione Europea e l’insostenibile leggerezza del web*, in *Riv. della Reg. dei Mercati*, 2021, 1, 3 ss..

<sup>9</sup> Sul punto v. LUCHENA, *Crisi energetica e aiuti di stato*, in questa rivista. Inoltre la Comunicazione della Commissione, *Risposta all’aumento dei prezzi dell’energia: un pacchetto di misure di intervento e sostegno*, COM(2021) 660 final del 13 ottobre 2021.



no REPowerEU<sup>10</sup>. In più, come alcuni sostengono, può sembrare aver fatto leva sulla congiuntura per sospingere gli stati ad accelerare misure già in cantiere come la promozione delle fonti rinnovabili e dell'efficientamento energetico ma anche ad adottare strategie di differenziazione negli approvvigionamenti per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili e dalla Russia<sup>11</sup>.

2. In considerazione dello scenario geopolitico che si sta delineando, anche nella recentissima comunicazione "Twinning the green and digital transitions in the new geopolitical context", la Commissione riafferma come queste ed altre sfide future non faranno deviare l'Unione dal perseguire i suoi obiettivi di lungo termine. Anzi, grazie alla messa in atto di adeguate politiche, possono rappresentare un catalizzatore per accelerare la loro realizzazione. In questa prospettiva è cruciale considerare in un'ottica strategica l'interazione tra le transizioni ecologica e digitale<sup>12</sup>. La capacità di reciproca trasformazione tra le transizioni gemelle si manifesta sia nel ruolo chiave che la tecnologia digitale può avere per il perseguimento della neutralità climatica<sup>13</sup> sia nel rafforzamento di strumenti di finanza sostenibile che possono aiutare a mobilitare investimenti verso la neutralità climatica nel settore digitale<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup> Comunicazione della Commissione, *Piano REPowerEU*, COM(2022) 230 final, del 18 maggio 2022.

<sup>11</sup> Ivi, in partic. §§ 1, 2 e 3.

<sup>12</sup> "Both are at the top of the EU's political agenda and their interplay will have massive consequences for the future. Their success will also be key for achieving the United Nations Sustainable Development Goals. While they are different in nature and each subject to specific dynamics, their twinning – i.e. their capacity to reinforce each other – deserves closer scrutiny." (Communication from the Commission, *2022 Strategic Foresight Report - Twinning the green and digital transitions in the new geopolitical context*, cit., 2).

<sup>13</sup> "Digital technologies could play a key role in achieving climate neutrality, reducing pollution, and restoring biodiversity. By measuring and controlling inputs, and with increased automation, technologies like robotics and the internet of things could improve resource efficiency and strengthen the flexibility of systems and networks [...] Digital technologies could also support monitoring, reporting and verification of greenhouse gas emissions for carbon pricing". (ibidem).

<sup>14</sup> "Sustainable finance will help mobilise climate neutral investments in the digital sector. Better design, more circular business models and production patterns can help reduce electronic waste. On the demand side, consumption and practices of businesses and citizens will be important to reduce energy consumption when using digital technologies." (Communication from the Commission, *2022*

La transizione verso la neutralità climatica richiede, tra l’altro, come lo stesso Green Deal mette in luce, una ulteriore decarbonizzazione del sistema energetico per conseguire gli obiettivi 2030 e 2050 in materia di clima grazie al rafforzamento degli interventi per l’efficienza energetica e lo sviluppo della produzione da fonti rinnovabili<sup>15</sup>.

In questa prospettiva la Commissione europea ha stimato che per raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici per il 2030 saranno necessari investimenti nel settore dell’energia (esclusi i trasporti) per 336 miliardi di euro all’anno, cioè il 2.3 % del PIL. Evidente che una tale mole di risorse può essere messa in campo soltanto grazie ad uno straordinario coinvolgimento della finanza<sup>16</sup>.

A tale proposito è utile ricordare che la stessa Commissione europea aveva pubblicato nel 2018 il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dove, affermata la centralità della sostenibilità ambientale nelle proprie politiche, cercava di indirizzare flussi di capitali verso investimenti sostenibili<sup>17</sup>. Come noto, questo programma è stato rafforzato con il Green Deal e con il vincolo posto dal Next Generation EU di investire almeno il 37% delle risorse nella transizione ecologica ed ancora con il piano di interventi “Fit for 55”.

---

*Strategic Foresight Report - Twinning the green and digital transitions in the new geopolitical context*, cit., 3).

<sup>15</sup> Tra le proposte contenute nel pacchetto Fit for 55 è inclusa la Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'efficienza energetica (rifusione) (COM(2021) 558 final del 14.7.2021) nella quale è di particolare interesse la ripresa del principio "l'efficienza energetica al primo posto" diretto a “rendere l'efficienza energetica una priorità in tutti i settori” attraverso la fissazione di contributi nazionali indicativi per il 2030 (art. 1) che comunque debbono garantire “collettivamente” di raggiungere l’obiettivo vincolante posto a livello di Unione (artt. 3 e 4). Inoltre gli stati membri debbono provvedere a tenere conto “di soluzioni di efficienza energetica nelle decisioni strategiche e di pianificazione e in quelle relative a grandi investimenti nei seguenti settori: sistemi energetici; settori non energetici, ove essi incidano sul consumo di energia e sull'efficienza energetica” (art. 3.1).

<sup>16</sup> CIPOLLONE (vice Direttore Generale della Banca d'Italia), *Transizione energetica, finanza e clima: sfide e opportunità, intervento*, Roma 21 giugno 2022, 5 ss.

<sup>17</sup> Comunicazione della Commissione, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, dell'8 marzo 2018. Sulla evoluzione delle misure europee sul tema della finanza sostenibile, v. BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in PASSALACQUA (a cura), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, 197 ss.

Dopo che nell'ultimo decennio gli investimenti a favore della finanza sostenibile erano cresciuti significativamente, nei primi mesi di quest'anno a livello globale i flussi verso fondi di finanza sostenibile hanno registrato una riduzione importante<sup>18</sup>.

Tuttavia, come si sostiene da più parti, per consolidare gli investimenti per la transizione energetica la finanza deve misurarsi con alcune inevitabili sfide. La prima riguarda l'ampliamento dell'offerta e della gamma degli strumenti finanziari sostenibili a disposizione degli investitori sul mercato. Sebbene il trend in corso possa configurare un passo importante verso la decarbonizzazione dell'economia, l'ESMA ha di recente messo in luce che la combinazione tra domanda crescente da parte degli investitori, un mercato in rapida trasformazione e misure regolatorie applicabili solo ex post possono produrre un disallineamento tra la domanda per investimenti con un impatto sostenibile e le opportunità di investimento presentate come sostenibili. Infatti l'emergere di pratiche di *greenwashing* può avere effetti potenzialmente negativi nei confronti degli investitori intenzionati ad allocare risorse su investimenti sostenibili<sup>19</sup>.

La seconda considera la rapida evoluzione dei mercati ESG dove si creano nuove opportunità di investimento ma, allo stesso tempo, emergono anche nuovi rischi per la tutela degli investitori e la stabilità dei mercati finanziari. In questa prospettiva in chiave di monitoraggio e valutazione dei rischi emerge con tutta evidenza il tema dei dati e del loro valore, sia riguardo alla loro disponibilità che alla qualità degli stessi. Infatti è ancora limitato il numero delle imprese che divulgano in-

---

<sup>18</sup> Come riportato da Cipollone, “secondo i dati della Global Sustainable Investment Alliance, nel 2020 gli investimenti finanziari sostenibili costituivano circa il 36 per cento degli attivi globali in gestione, per un valore complessivo di circa 35 mila miliardi di dollari, un valore più che doppio rispetto a quello del 2016. Nel primo trimestre di quest'anno, tuttavia, in concomitanza con il deterioramento dello scenario macroeconomiche e con le tensioni geopolitiche, i nuovi flussi d'investimento a livello globale nei fondi di finanza sostenibile hanno registrato un calo importante (circa il 36 per cento rispetto al quarto trimestre 2021), sebbene inferiore a quello riportato dall'intero mercato dei fondi d'investimento” (vi, 5-6).

<sup>19</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY - ESMA, *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 February 2022 | ESMA30-379-1051, 11-12.

formazioni riferite agli ESG ed anche la qualità dei dati risente delle difficoltà conseguenti alla limitata comparabilità e trasparenza e alla scarsità di fonti consolidate incluse quelle di dati non strutturati.

Inoltre, questo richiede un necessario rafforzamento dell’expertise delle autorità di supervisione ed in particolare di quelle nazionali, anche grazie alla collaborazione tra queste e l’ESMA, e l’acquisizione di una approfondita conoscenza dell’intersecarsi tra profili di sostenibilità e finanza<sup>20</sup>. Un contributo nella direzione di una migliore valutazione delle opportunità di investimento può venire anche dalle tassonomie verdi, introdotte anche a supporto degli investimenti privati, che offrono criteri tecnici per distinguere tra le attività verdi e quelle che possono danneggiare l’ambiente<sup>21</sup>.

Un ulteriore elemento, ma il punto è cruciale, è rappresentato dalla “dicotomia temporale” tra la necessità di finanziare una transizione di lunga durata e l’esigenza degli investitori di muoversi in un orizzonte breve<sup>22</sup>.

Un’ultima sfida riguarda la diffusione della conoscenza e dell’informazione sui temi della sostenibilità anche grazie una futura e costante elaborazione di progetti di educazione finanziaria<sup>23</sup>.

---

<sup>20</sup> Ivi, 19 ss. Sullo sviluppo di standard comuni di supervisione su temi chiave correlati a ESG, ad es. grazie a un Common Supervisory Handbook, v. *Annex* alla “road map”, 22 ss.; inoltre sugli strumenti di regolazione e supervisione necessari a supportare le autorità “on how the use of climate scenario analysis and stress tests can be expanded to incorporate systemic risks that arise from climate change”, v. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks. Interim Report*, 29 aprile 2022, 39 ss.

Sulla rilevanza dei dati e sulla loro qualità V. CIPOLLONE, *The Role of Central Banks for Green Finance*, Università di Firenze, 11-12 March 2022, 5 ss. con riferimento anche al ruolo e alle iniziative delle Banche centrali per integrare gli aspetti ambientali e climatici.

<sup>21</sup> Reg. UE 2020/852 del 18 giugno 2020 *relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, cit., in partic. cons. 9 e 11.

<sup>22</sup> Il forte aumento dei prezzi dei combustibili fossili dell’ultimo anno con conseguente crescita dei rendimenti per le attività dei settori legati all’estrazione e alla produzione di energia di fonte fossile sta penalizzando i portafogli finanziari gestiti con strategie di sostenibilità, tradizionalmente meno esposti a questi settori più inquinanti. Alcuni esperti vedono il rischio che si inneschino traiettorie divergenti tra paesi e tra settori, che potrebbero provocare un rallentamento del tragitto verso gli obiettivi di neutralità climatica stabiliti con l’Accordo di Parigi.

<sup>23</sup> CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell’assunzione delle decisioni di investimento*, in questa rivista.

Su un diverso fronte gli obiettivi posti dalla transizione ecologica e dalle politiche di decarbonizzazione conducono ad una ridefinizione della politica industriale da mettere in atto, tra l'altro, con la riconversione di molte imprese, in particolare nei settori dell'industria pesante (come chimica, siderurgia o cemento)<sup>24</sup>. Infatti il perseguimento della neutralità climatica, l'utilizzo sostenibile delle risorse come le necessarie limitazioni al declino della biodiversità comportano una profonda trasformazione delle tradizionali politiche sociali ed economiche guidata dalla coesistenza tra strumenti di mercato (ad esempio, il *carbon pricing*) e investimenti in progetti sostenibili<sup>25</sup>.

Inoltre la riconversione di interi settori produttivi, la sostituzione di molte tecnologie o la chiusura di impianti in vaste aree di numerosi paesi europei comportano enormi costi economici e sociali. Infatti diverse categorie di lavoratori, piccole imprese e cittadini/consumatori saranno investiti dalle conseguenze della riconversione industriale e dell'introduzione di nuovi standard regolatori in aree come l'edilizia e i trasporti.<sup>26</sup>

Tutto ciò rende necessario un nuovo approccio nei confronti di chi, in particolare nelle crisi, non riesce a tenere il passo con i cambiamenti e necessita di un paracadute di protezione. La creazione di fondi pubblici a sostegno della transizione ecologica (tra questi, di particolare importanza il Fondo per la transizione giusta e quello per la modernizzazione) può garantire una mitigazione delle disparità tra territori e gruppi sociali coinvolti nella riconversione attraverso forme di socializza-

---

<sup>24</sup> “Just five industries (cement and concrete, iron and steel, oil and gas, chemicals, and coal mining) together are responsible for 80% of industrial emissions”, come affermato in WORLD ECONOMIC FORUM, *Fostering Effective Energy Transition*. 2022 Edition, *Insight Report*, May 2022, 5.

<sup>25</sup> Communication from the Commission, *2022 Strategic Foresight Report - Twinning the green and digital transitions*, cit., 11 s.

<sup>26</sup> In particolare su questi temi, v. INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION, G20 Sustainable Finance Working Group Input Paper: *Finance for a Just Transition and the Role of Transition Finance*, May 2022. Sulle conseguenze di una estensione del meccanismo ETS all'edilizia e al trasporto su strada oltre che a quello marittimo, v. tra l'altro, *Editorial Comments*, in *Common Market Law Review* 58, 2021, 1331 s.

zione dei costi che questa comporta<sup>27</sup>.

Senza dubbio i settori produttivi e le regioni ad elevata dipendenza dal carbone e dall'estrazione di combustibili fossili e dalle connesse catene produttive avranno pesanti conseguenze in termini di posti di lavoro<sup>28</sup>, sebbene l'incremento nella produzione di energie pulite come l'estensione del modello di economia circolare<sup>29</sup> siano potenzialmente in grado di creare nuovi posti di lavoro<sup>30</sup>.

Inoltre fin dai primi segnali delle forti implicazioni della transizione su equità e giustizia sociale è emersa la necessità di mettere in atto ulteriori misure robuste e con ben definiti obiettivi per tutelare i gruppi sociali più vulnerabili e le medie e piccole imprese che nella fase attuale possono risentire del potenziale impatto degli elevati prezzi dell'energia<sup>31</sup>. Certamente anche a livello globale sono evidenti importanti differenze tra paesi con economie largamente basate sull'offerta di servizi e quelli che hanno conservato quote relativamente importanti di produzione industriale.

3. Il successo della transizione ecologica ed energetica dipende anche da una crescita della consapevolezza riguardo la posta in gioco quando si ha a che fare con il cambiamento climatico, con l'impronta del carbonio e con i comportamenti indi-

---

<sup>27</sup> Fondo per la “Transizione giusta”, istituito con il Regolamento (UE) 2021/1056 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 giugno 2021, nonché del Fondo per la modernizzazione disciplinato dall'art. 10-quinquies della direttiva 2003/87/CE, di cui la Commissione ha proposto un aggiornamento e un rifinanziamento nell'ambito del Pacchetto Fit for 55, e del Fondo sociale per il clima, di cui il medesimo Pacchetto ha previsto l'istituzione con la Proposta di regolamento COM(2021) 568 final del 14 luglio 2021.

<sup>28</sup> INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION, *Finance for a Just Transition*, cit., in particolare per il settore energetico, 7-8.

<sup>29</sup> Sulle opportunità dell'economia circolare v. le stime (ivi, 8ss.): “Through measures towards a circular economy, a net global gain of more than 7 million jobs will be generated by 2030. But while nearly 78 million jobs will be created, almost 71 million will be lost. A large proportion of those – nearly 49 million – can be reallocated, but nearly 22 million will be displaced without vacancies in the same occupation opening up in other industries (ILO, 2018)”.

<sup>30</sup> Sul punto, WORLD ECONOMIC FORUM, *Fostering Effective Energy Transition*, cit., 22. Un simile andamento si può riscontrare anche per la transizione digitale sicuramente in grado di creare nuove opportunità di business e di impiego (v. Communication from the Commission, 2022 *Strategic Foresight Report - Twinning the green and digital transitions*, cit., 12-13)

<sup>31</sup> LUCHENA, *Crisi energetica e aiuti di Stato*, cit.

viduali che rappresentano un fondamentale supporto delle ambizioni nazionali nella lotta ai gas serra.

In un'ottica più generale, si sta consolidando una forte spinta al coinvolgimento della società, nelle sue diverse componenti, nei processi decisionali riguardo le politiche per la neutralità climatica: da una parte, grazie all'azione della Commissione "per promuovere il dialogo e la diffusione di informazioni scientificamente fondate" e, dall'altra, alla proposta diretta agli stati di un "dialogo multilivello" come dimensione del dibattito pubblico<sup>32</sup>.

E' ormai opinione condivisa che sul mercato dell'energia il lato della domanda, cioè le prassi e le abitudini di consumo dei cittadini ma anche delle imprese, sia un elemento cruciale per ridurre il consumo di energia anche nell'uso delle tecnologie digitali. In effetti finché le tecnologie digitali non saranno più efficienti dal punto di vista energetico, la rapida estensione del loro utilizzo produrrà un costante incremento dei consumi. Attualmente le ICT sono responsabili tra il 5 ed il 9% dell'uso globale di elettricità e di circa il 3% delle emissioni di gas serra.

Quindi, come abbiamo già detto, la transizione ecologica può disporre di una serie di opportunità che tra l'altro proprio l'intelligenza artificiale mette a disposizione del cambiamento climatico, anche in linea con la normativa e i valori dell'Unione, ma che necessariamente deve evitare una serie di insidie sia tecniche che ambientali. Tra queste, una in particolare, nota agli esperti del settore ma meno nota alla maggioranza dei cittadini, e cioè i gas serra emessi dai dati di addestramento e dai sistemi di IA ad altra intensità di calcolo. E questo rende difficile definire con esattezza l'impronta ecologica sia dell'IA sia della crescente produzione e uso di apparati domestici, di piattaforme, di centri per i dati e crypto asset.

Nel settore energetico, fin dai primi passi della liberalizzazione, il legislatore

---

<sup>32</sup> V. regolamento (UE) 2021/1119, Normativa europea sul clima, cit., sia all'art. 9 che all'art. 13 che modifica l'art. 11 del regolamento (UE) 2018/1999 sulla governance dell'Unione dell'energia che affida agli stati membri la creazione del "dialogo multilivello" sul clima e sull'energia dove anche i PNIEC potranno essere discussi.



europeo ha proposto di riconoscere importanti competenze e autonoma capacità di scelta al consumatore energetico: dalla scelta del proprio fornitore con la liberalizzazione del mercato *retail* alla progressiva valorizzazione del lato della domanda con la possibilità per gli utenti di esercitare un attento controllo sui propri consumi, grazie all’evoluzione dei sistemi di misurazione, in funzione degli obiettivi di efficienza energetica disposti nel quadro della transizione energetica dell’Unione<sup>33</sup>.

Senza poter entrare qui nel dettaglio del ruolo che l’innovazione tecnologica ha ricoperto nel processo di liberalizzazione anche riguardo il modo di produrre, trasportare e distribuire l’elettricità<sup>34</sup>, il punto di maggiore interesse per il nostro discorso riguarda il modo in cui viene consumata. In questa prospettiva la transizione energetica e le politiche di decarbonizzazione mettono in luce la necessità di una “trasformazione culturale, comportamentale e tecnologica”<sup>35</sup>. Qui se la tecnologia ha consentito il passaggio ad una generazione decentrata grazie alla realizzazione di sistemi propri di auto-provvigionamento anche da parte dei piccoli consumatori, ha anche innescato un processo di *empowerment* (capacitazione) dell’utente che va oltre la possibile riduzione delle asimmetrie informative e gli consente una partecipazione e un ruolo attivo nella strategia energetica<sup>36</sup>. In questo nuovo scenario si muove la figura del *prosumer* (*producer-consumer*) che contribuisce al persegui-

---

<sup>33</sup> V. Direttiva 2012/27/UE del 25 ottobre 2012 sull’efficienza energetica; e il più recente testo Direttiva (UE) 2018/2002 dell’11 dicembre 2018 che modifica la direttiva 2012/27/UE sull’efficienza energetica. Sul punto del ruolo del consumatore, v. tra l’altro AMMANNATI, *Le politiche di efficienza energetica nel quadro del pacchetto europeo clima-energia*, in *Amministrazione In Cammino*, 2013.

<sup>34</sup> Su questo tema v. più in generale FAVARO, *Regolare la “transizione energetica”*: Stato, mercato, innovazione, Padova, 2020, 179 ss.

<sup>35</sup> AMMANNATI, *Una nuova governance per la transizione energetica dell’Unione europea. Soluzioni ambigue in un contesto conflittuale*, in AMMANNATI (a cura di), *La transizione energetica*, Torino, 5.

<sup>36</sup> Comunicazione della Commissione, *Un “new deal” per i consumatori di energia*, COM(2015) 339 final, del 15.7.2015, che afferma che è necessario “assicurare un sistema dell’energia inclusivo mettendo i cittadini nella condizione di svolgere un ruolo attivo nella transizione energetica, produrre la propria energia rinnovabile e diventare efficienti dal punto di vista energetico”.



mento degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra<sup>37</sup>.

In altre parole la tecnologia sta innovando profondamente non solo i mercati ma anche abitudini e preferenze dei consumatori spostando il baricentro dal lato dell'offerta a quello della domanda. In effetti l'acquisizione di maggiore consapevolezza riguardo prelievi e consumi di energia elettrica può essere senz'altro agevolata dal passaggio alla seconda generazione di *smart metering*, cioè di misuratori di energia elettrica che offrono una funzione di interfaccia con il cliente finale al quale vengono fornite informazioni, ad esempio, sia sul tempo effettivo di utilizzo che sull'immissione e il prelievo di energia elettrica<sup>38</sup>.

Sempre nella prospettiva di coniugare transizione ecologica, sviluppo economico e riduzione dei consumi energetici è da valorizzare la posizione delle c.d. "Comunità energetiche" locali previste dalla normativa europea e adesso introdotte anche nel nostro ordinamento<sup>39</sup>, alle quali possono partecipare sia soggetti pubblici che privati, con l'obiettivo di promuovere la decarbonizzazione dei sistemi economici e locali e di agevolare produzione, scambio e consumo di energia principal-

---

<sup>37</sup> Su questo, MURRU, *La regolazione dei prosumer*, in AMMANNATI (a cura), *La transizione energetica*, cit., 161.

<sup>38</sup> I misuratori di seconda generazione non solo forniscono informazioni sul consumo giornaliero e sul costo effettivo ma consentono anche ai venditori di offrire contratti innovativi con servizi personalizzati e a valore aggiunto (dall'automazione e dalla domotica al *load-shifting* e così via). Sul punto v. anche DE MIN e LO SCHIAVO, *Un nuovo paradigma dei consumi elettrici per un consumatore più evoluto*, in AMMANNATI (a cura), *La transizione energetica*, cit., 142 ss.

<sup>39</sup> Direttiva (UE) 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili e direttiva UE 2019/944, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che modifica la direttiva 2012/27/UE, nonché recante disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento UE 943/2019 sul mercato interno dell'energia elettrica e del regolamento UE 941/2019 sulla preparazione ai rischi nel settore dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 2005/89/CE.

Per le norme interne, v. d.lgs. n. 199/2021, Attuazione della direttiva (UE) 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili; e d.lgs. n. 210/2021, Attuazione della direttiva UE 2019/944, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 giugno 2019, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica.

mente da fonte rinnovabile<sup>40</sup>. Le comunità energetiche possono contribuire allo sviluppo economico ed ambientale dei territori oltre che rappresentare un diverso modello di governance della transizione energetica basato anche su una collaborazione orizzontale tra cittadini e amministrazioni locali<sup>41</sup>.

4. I temi considerati nei paragrafi precedenti, sia presi singolarmente che nelle loro reciproche relazioni, mostrano la complessità della transizione ecologica ed energetica e gli ostacoli che proposte e obiettivi di cambiamento debbono superare durante il percorso.

Da una parte, gli interventi ritenuti fortemente “*disruptive*” per i settori produttivi e le aree più direttamente coinvolti<sup>42</sup>, che sono al centro dell’aspro dibattito sulla scena politica e all’interno delle istituzioni dell’Unione tra i diversi paesi, che risente oltretutto dell’annoso conflitto tra libertà economiche di pertinenza dell’Unione e diritti sociali affidati alle politiche nazionali. Dall’altra, la riduzione e progressiva eliminazione della dipendenza energetica dalla Russia che rallenta significativamente, tra l’altro, il *phase out* dal carbone e richiede anche la realizzazione o l’aggiornamento delle infrastrutture necessarie (come, ad es., i rigassificatori) all’importazione di gas e petrolio da paesi diversi. A questo si aggiunge, proprio in un contesto potenzialmente recessivo e di crescente inflazione, l’incerta disponibilità delle risorse finanziarie, in particolare private, necessarie per la transizione ecologica che, come già ricordato in precedenza, ammontano ad una cifra imponente.

Nel quadro di un progetto di transizione già di per sé avviata su un percorso

---

<sup>40</sup> Sulla natura e ruolo delle comunità: cd Comunità di Energia Rinnovabile (v. Dir. (UE) 2018/2001) e Comunità Energetiche dei Cittadini (direttiva (UE) 2019/944), v. Favaro, *Pubblico, privato e collettivo: la transizione ecologica tra società e comunità*, in *Dialoghi di Diritto dell’Economia*, aprile 2022.

<sup>41</sup> FAVARO, *Regolare la “transizione energetica”*: stato, mercato, innovazione, cit., 122 ss.

<sup>42</sup> A questo proposito rileva non solo la necessaria riconversione di numerosi settori produttivi ma anche le proposte incluse dalla Commissione nel pacchetto Fit for 55 di applicare un separato meccanismo di quote di emissione e di limiti di emissione più stringenti ai settori dell’edilizia e del trasporto su strada nonché marittimo.

non lineare, gli eventi più recenti appena ricordati e i conseguenti effetti almeno di medio termine hanno ulteriormente aggravato l'incertezza che di regola caratterizza le fasi di superamento di uno *status quo ante*. Tuttavia, come da più parti si osserva, questo non può ribaltare un percorso di transizione senz'altro sfidante ma gradualmente percorribile cedendo alla tentazione di proposte e soluzioni radicali dalla prospettiva della decrescita al ritorno a forme di programmazione autoritativa e nazionalizzazioni<sup>43</sup>.

Di fronte a questo scenario la posizione della Commissione sembra quella di procedere attraverso meccanismi di aggiustamento graduale della sua strategia<sup>44</sup> (come nel discusso caso della tassonomia) senza perdere di vista il progetto originario costruito sulla compatibilità tra decarbonizzazione e crescita. Compatibilità che consenta di coniugare i meccanismi concorrenziali e la regolazione pro-concorrenziale di tipo condizionale con l'esigenza di orientare il mercato verso obiettivi comuni riassunti nella formula della sostenibilità climatica.

E' qui evidente la consapevolezza che la transizione ecologica non può essere affidata alla auto-regolazione del mercato ma richiede meccanismi di programmazione pubblica. Comunque ricordiamo che il ricorso ad un approccio programmatico rappresenta una innovazione non solo nel linguaggio ma anche nello schema delle politiche pubbliche per il diritto europeo da qualche decennio improntato nettamente al modello della regolazione pro-concorrenziale<sup>45</sup>.

La Commissione invoca il ricorso a tutti gli strumenti di programmazione di-

---

<sup>43</sup> Su questi temi, da ultimo, BRUTI LIBERATI, *La strategia europea di decarbonizzazione e il nuovo modello di disciplina dei mercati alla prova dell'emergenza ucraina*, in *Riv. Reg. Mercati*, 2022,1 (in corso di pubblicazione)

<sup>44</sup> Sulla "gradualità" e sulle implicazioni di metodo di questa nozione, v. PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in PASSALACQUA (a cura), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit, 14.

<sup>45</sup> L'idea di una completa obsolescenza della programmazione spazzata via dalle regolazioni dimentica che questa è rimasta nel tempo assumendo forme diverse e utilizzando strumenti rinnovati (v. RANGONE, *Le programmazioni economiche. L'intervento pubblico tra piani e regole*, Bologna, 2007, in particolare il cap. nono dove l'A. annovera la creazione di mercati artificiali tra le regolazioni incentivanti che hanno potuto essere utilizzate in funzione di programmazione (pp. 154 s.).

sponibili nel Green Deal e tra questi rilevano i Piani nazionali integrati per l'energia e il clima<sup>46</sup>, così come configura il programma *Next Generation EU* come un “atto di programmazione urgente ad effetti permanenti”<sup>47</sup> e ancora i piani per una transizione giusta o quelli di garanzia per giovani.

In effetti qui non si tratta di un ritorno alle pianificazioni spazzate via alla fine del secolo scorso dalle regolazioni pro-competitive. Qui l'intervento pubblico si spiega per così dire a “garanzia” di un interesse prioritario come la transizione ecologica. Così, in questo scenario l'ambiente rappresenta il campo da gioco di una competizione tra imprese che operano sul mercato in funzione di una riconversione verde delle strutture produttive<sup>48</sup>.

In tal senso la sostenibilità ambientale non deve porsi come limite esterno dell'attività d'impresa. E l'intervento pubblico, quale strumento diretto a quel fine, si qualifica come meccanismo di normazione del mercato in quanto diretto a orientare le imprese nelle loro scelte produttive (tecniche e sistemi produttivi, impianti, materiali, ecc.).

In analogia il regolamento tassonomia con riferimento alla materia della finanza sostenibile introduce un criterio forte, sebbene in negativo, per riqualificare il piano di azione definito nella comunicazione dell'8 marzo del 2018 al fine di un “riorientamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili finalizzato al raggiungimento di una crescita sostenibile e inclusiva”<sup>49</sup>. Il principio “do not significant harm” è introdotto come requisito chiave della eleggibilità di un investimento per l'accesso a strumenti finanziari più favorevoli per finalità e costo.

---

<sup>46</sup> AMMANNATI, *La governance dell'Unione dell'Energia: dalla regolazione ai 'piani'*, in *Scritti in onore di Eugenio Picozza*, Volume I, Napoli, 2019, 3 -24.

<sup>47</sup> PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, cit., 12.

<sup>48</sup> CELATI, *Diritto per lo sviluppo economico nella transizione climatica*, in Passalacqua (a cura), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., 277. Sul fatto che le politiche della concorrenza, nel contesto del Green deal e di discipline del mercato rivisitate, siano oggetto di aggiornamento, v. MURACA, *Tutela della concorrenza e sostenibilità ambientale: un dialogo difficile ma necessario*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2021, 1.

<sup>49</sup> Reg UE 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, cit., cons 6.

L'idea delle istituzioni europee di introdurre questo principio come criterio guida degli investimenti è enfatizzata dal suo recepimento nel Programma NGEU e dal regolamento 241 del 2021 che dichiara che “il dispositivo finanzia unicamente le misure che rispettano il principio «non arrecare un danno significativo»” (art. 5).

Non possiamo considerare qui le vicende successive relative alle condizioni alle quali un'attività economica contribuisce al raggiungimento degli obiettivi di mitigazione dei cambiamenti climatici o di adattamento ad essi senza arrecare un danno significativo fino al regolamento delegato del 9 marzo 2022 che ha introdotto le attività economiche nel settore del gas naturale e dell'energia nucleare tra quelle che pur non essendo ad impatto climatico zero né rinnovabili possono consentire la transizione verso un sistema energetico sostenibile<sup>50</sup>.

L'inclusione di questi settori nella tassonomia ha dato adito ad un aspro dibattito istituzionale sul tema in quanto molti ritengono che si apra così la strada agli investimenti in attività economiche e tecnologie non del tutto climaticamente neutre e rinnovabili sebbene a condizioni rigorose e per un tempo limitato<sup>51</sup>.

Ora al di là del conflitto innescato da questa estensione operata dalla Commissione che peraltro sembra suggerita dalla scelta di operare con gradualità verso la decarbonizzazione e di non penalizzare le tecnologie che usano il gas nella gene-

---

<sup>50</sup> Il cd “regolamento tassonomia” rinviava ad un atto delegato della Commissione (Regolamento delegato (UE) 2021/2139) seguito dal Reg. delegato del 9 marzo 2022 (C(2022) 631 final) che modifica il regolamento delegato (UE) 2021/2139 per quanto riguarda le attività economiche in taluni settori energetici e il regolamento delegato (UE) 2021/2178 per quanto riguarda la comunicazione al pubblico di informazioni specifiche relative a tali attività economiche, approvato dall'europarlamento il 6 luglio 2022.

<sup>51</sup> Su questo v. i diversi punti di vista in BRUTI LIBERATI (*La strategia europea di decarbonizzazione e il nuovo modello di disciplina dei mercati alla prova dell'emergenza ucraina*, cit.) il quale afferma che è inadeguato il merito di alcune scelte della Commissione che, “come la promozione di investimenti nell'attuale tecnologia nucleare o in nuove infrastrutture del gas, possono assumere un contenuto parzialmente strutturale, con effetti suscettibili di permanere nel tempo, aldilà delle scadenze assegnate dalla stessa Commissione alla transizione ecologica” e De Vincenti (*Il principio “do no significant harm” : due possibili declinazioni*, in Astrid Rassegna, 2022,2) che ritiene questa una misura coerente con una visione gradualistica che consente l'introduzione e la diffusione di tecnologie che consentono di sostituire in tempi più brevi carbone e petrolio.

razione elettrica, nell'industria e nei trasporti e consentono una più rapida sostituzione di petrolio e carbone, resta il fatto che il principio DNSH costituisce una innovazione positiva a garanzia della coerenza interna della transizione ecologica.

Ed anche al di là della effettiva declinazione del principio nella normativa appena citata potrebbe essere utile, a mio avviso, una riflessione sul suo significato più generale laddove sembra alludere ad un orientamento degli investimenti finanziari necessariamente frutto di un bilanciamento che eviti il perseguimento di un obiettivo ambientale a discapito di altri e favorisca, comparativamente, l'interesse primario ad investire nella attività a più elevato grado di eco-sostenibilità.

**Laura Ammannati**

*già Ordinario di Diritto dell'economia*

*nell'Università degli Studi di Milano*

## SOCIAL MEDIA E FIN-INFLUENCERS COME NUOVE FONTI DI VULNERABILITÀ DIGITALE NELL'ASSUNZIONE DELLE DECISIONI DI INVESTIMENTO \*

*(Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability  
in investment decisions)*

**ABSTRACT:** *This article examines the evolution of social media and its growing role as a meeting space and, simultaneously, as a "market" for purchasing goods and services. This change determines a lesser ability for the consumer to choose independently due to the social context and influencers. Social media, especially influencers, can generate great trust in followers and consequently influence their choices by publishing messages and content. For this reason, influencers' activity takes on specific relevance in the financial context. There are influencers specialized in promoting investment choices through forms of advertising, even hidden ones. As highlighted in the paper, the risks appear greater in this case because such messages can also generate "mass" decisions of a large number of followers, perhaps with poor financial literacy. This situation causes critical issues for the protection of individuals and the functioning of the financial markets.*

**SOMMARIO:** 1. L'evoluzione dei *social media* in *social marketplace* e la pubblicizzazione di prodotti finanziari, criptovalute e *crypto-asset* – 2. La vulnerabilità dell'investitore da "ambiente social" tra questioni di trasparenza, fiducia digitale e *influencer marketing* 2.1. L'incerta fisionomia e la peculiarità del *fin-influencer* tra informazione e comunicazione pubblicitaria 3. La vulnerabilità da "attività" dell'*influencer* tra orientamenti di investimento ed educazione finanziaria e i rischi per la stabilità finanziaria – 4. I *social media* e gli *influencers* da nuove fonti di vulnerabilità digitale a possibili elementi utilizzabili anche per strategie di tutela?

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Le piattaforme di social media hanno assunto negli anni una rilevanza sempre maggiore come strumento di comunicazione ed interazione ed il loro utilizzo è stato ulteriormente incrementato dall'emergenza sanitaria generata dal Covid 19 dalla quale è derivata la necessità di ridurre le interazioni fisiche a favore di quelle virtuali<sup>1</sup>. Proprio quest'ultimo aspetto insieme ad un crescente acquisto di beni e servizi online ha consolidato una evoluzione di queste piattaforme da spazio di incontro delle persone a luogo di scambio e pubblicizzazione di beni e servizi di diversa natura, c.d. *social commerce*<sup>2</sup>.

Una simile sviluppo ha accelerato il processo di crescente intreccio tra interazioni sociali e relazioni economiche con perdita di percezione da parte del singolo della natura stessa di servizi differenti, come il pagamento, o della difformità tra un acquisto e un investimento in quanto anche questi ultimi sono percepiti sempre di più come parte della *consumer experience* e dell'*interazione social*<sup>3</sup>. In questo quadro si registra anche un rilievo crescente del contesto nel quale i soggetti operano e delle comunicazioni in esso diffuse ovvero di una sorta di "*framing effect*" come definito dalla finanza comportamentale, in base al quale la valutazione della decisioni di investimento è strettamente condizionata e correlata al "contesto in cui viene assunta la decisione stessa; in particolare, dalle modalità con le quali l'opzione da scegliere viene presentata al soggetto"<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Sugli effetti della pandemia in ambito finanziario e per il futuro delle giovani generazioni si veda in particolare F. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Diritto Bancario*, 2021, p. 13 ss.

<sup>2</sup> Sul fenomeno del social commerce e le sue peculiarità si vedano in particolare Y.C. YANG, *Community buyers' affective reactions in social commerce: stimuli and response*, *Joun. Econ. Busin.*, 2020 e Y. ZHANG, Y. KWARK, Y. WANG, D. SHIN, *Impact of Covid-19 crisis on social commerce: an empirical analysis of E-Commerce social activities during the pandemic*, September 2020, entrambi rep. su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>3</sup> A. CANEPA, *Chat & pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, cit. , p.168.

<sup>4</sup> L'espressione è di U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole....ma soprattutto persone*, in AGE, 2012, p. 5. Sul tema si vedano anche A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *The framing of decision and the psychology of choice*, *Science*, 1981, p. 453 ss.; M.J. ROSZKOWSKI, SNELBECKER G.E., *Effects of "framing" on measures of risk tolerance: Financial planners are*



Utilizzando una locuzione di Irti “il linguaggio degli scambi, o meglio lo scambiare mediante parola”<sup>5</sup> registra una nuova evoluzione identificabile proprio nella trasformazione anche del linguaggio utilizzato quale conseguenza dell’evoluzione delle modalità di comunicazione, dei “luoghi” nei quali viene utilizzata e dei soggetti che la utilizzano per indirizzare e orientare le decisioni di scambio. Ciò determina nella situazione in esame una rappresentazione semplicistica e sostanzialmente unidirezionale (cioè volta a indirizzare la scelta su quell’unico prodotto finanziario, criptovaluta o NFT) in grado di ridurre fortemente il bisogno di valutare possibili alternative ed anche approfondire quella proposta.

Infatti nello spazio social si sommano molteplici effetti e proprio la loro combinazione li rende differenti da qualunque altro internet media<sup>6</sup>. Basti ricordare le implicazioni generate dalla profilazione, tipica delle piattaforme, per arrivare a quelle generate dalle tecniche di *marketing* e come ultima evoluzione dalla possibilità, per i singoli, di affermarsi come figure professionali “pubbliche” in quanto attivi sui *social*, nella veste di *influencers* in grado di far considerare affidabile ed appetibile un prodotto per il solo fatto di essere stato da loro consigliato. Se a ciò si aggiunge la presenza di un contesto di “autofidelizzazione” cioè caratterizzato dalla spontanea pubblicazione di informazioni personali direttamente acquisibili e dalla scelta di formazione di reti di contatti sempre più omogenee per interessi e preferenze si comprende perché i social media appaiano oggi il luogo ideale per la pubblicizzazione di qualunque prodotto compresi quelli finanziari<sup>7</sup>. Del resto la presenza di amici

---

*not immune*, Journal of Behavioral Economics 1990, n. 3, p 237 ss.; N. LINCIANO, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in AGE, 2012, p. 1 ss.

<sup>5</sup> L’espressione è di N. IRTI, *L’ultima transizione*, Riv. dir. Civ., 2022, p. 4.

<sup>6</sup> Per un approfondimento su questo punto si veda in particolare M. LAFFERMAN, *Do Facebook and Twitter make you a public figure? How to apply the Gertz Public Figure Doctrine to Social Media*, Santa Clara High Technology Law Journal, 2012, p. 209 ss.

<sup>7</sup> Le criticità derivanti dalla presenza delle piattaforme in ambito finanziario sono state recentemente sottolineate anche dal vice- direttore di Banca d’Italia, si veda P. CIPOLLONE, Conference on Digital Platforms and Global Law, 29 aprile 2022.

e conoscenti favorisce il c.d. effetto rete<sup>8</sup> e cioè la capacità di attrazione di un numero sempre maggiore di utenti richiamati dalla presenza di altri utenti e in questo caso anche orientati dai comportamenti, le dichiarazioni e i contenuti condivisi dagli appartenenti alla stessa rete. Simili reti rappresentano un *driver* fondamentale per gli *influencers*, grazie anche all'apposita funzione per seguirli e per la commercializzazione ed è per questo che l'elemento della relazionalità è stato recentemente ritenuto da alcuni autori uno dei pilastri della vulnerabilità digitale<sup>9</sup>. Infatti l'istantaneità di diffusione dei contenuti e la loro provenienza direttamente dagli appartenenti alla propria rete garantisce contestualmente anche un alto livello di attenzione dei riceventi. Quest'ultima riveste un'importanza notevole per le piattaforme e per la pubblicizzazione di prodotti e servizi visto che ha per natura una durata limitata e la sua cattura<sup>10</sup>, attraverso l'azione stessa di altri utenti o degli *influencers*, consente di garantire una posizione di rilievo sul mercato dell'attenzione<sup>11</sup> come dimostra la piattaforma cinese WeChat nella quale sono stati introdotti mini-programmi specifici proprio per favorire il contatto tra i potenziali acquirenti, già dotati di un *account* su WeChat, e rivenditori<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Per effetto rete generalmente si intende il fatto che l'aumento del numero degli utenti ha una diretta correlazione con il valore e la qualità del servizio e operatori ed utenti traggono vantaggio reciproco da tale incremento.

<sup>9</sup> Si veda in particolare N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ & H.W. MICKLITZ, *Choice Architectures in the Digital Economy: Towards a New Understanding of Digital Vulnerability*, Journal of Consumer Policy, 2022, p. 175 ss.

<sup>10</sup> La capacità dei *social media* di facilitare la cattura dell'attenzione risulta anche dai dati derivanti da numerosi esperimenti condotti. In questo senso si veda tra gli altri G. ARIDOR, *Drivers of Digital Attention: Evidence from a social media experiment*, 27 december 2021, rep. sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>11</sup> Come ben sintetizzato da Evans ormai diversi anni fa “*When it comes to attention seeking, there are few winners that “take all” in practice*”. Si veda D. EVANS, *Attention Rivalry among Online Platforms*, Coase–Sandors Working Paper Series in Law and Economics, 2013, p. 3, rep. sul sito [www.chicagounbound.uchicago.edu](http://www.chicagounbound.uchicago.edu). Sulla fisionomia e le caratteristiche del mercato dell'attenzione esiste una vasta letteratura in particolare si veda P. BORDALO, N. GENNAIOLI, A. SHLEIFER, *Competition for attention*, Rev. Econ. Studies, 2016, p. 481 ss.; T. WU, *Blind Spot: The Attention Economy and the Law*, Antitrust Law Journal, 2019, p.771 ss.

<sup>12</sup> Uno sviluppo nella direzione del *social commerce* si osserva anche per Facebook anche se non avanzato come nel caso di WeChat. I mini programmi hanno una dimensione inferiore a 10 MB e vi si accede direttamente da WeChat. Inoltre le loro dimensioni ridotte determinano funzionalità ridotte che insieme all'utilizzo del framework di WeChat determina. bassi costi di sviluppo. Ad inizio 2020

Proprio gli aspetti appena richiamati possono favorire nell'ambito *social* il prodursi di situazioni di vulnerabilità digitale dell'utente nell'assunzione di scelte consapevoli ed informate ancora maggiori di quelle presenti nel *marketplace* delle piattaforme di commercializzazione.

In questo quadro una preoccupazione specifica è rappresentata dalla crescente pubblicizzazione di prodotti finanziari, di criptovalute e *crypto-assets*<sup>13</sup> anche sui social media e soprattutto da parte di influencers. difficilmente inquadrabili giuridicamente come intermediari finanziari e conseguentemente esclusi dal rispetto degli obblighi di protezione dell'investitore e correttezza dei rapporti contrattuali<sup>14</sup> ma allo stesso tempo considerati figure di riferimento capaci di orientare le scelte degli utenti proprio grazie alla loro riconoscibilità.

2. Per comprendere quale possa essere il ruolo dei social media e soprattutto degli influencers nelle decisioni di investimento dei singoli è utile soffermarsi sulla loro fisionomia e sul c.d. "*visual framing*", cioè le modalità comunicative utilizzate e la loro capacità di persuasione basata sull'induzione di fiducia e un mix di messaggi brevi, segni e immagini, dotati di scarsa capacità informativa ma notevoli potenziali-

---

il numero di miniprogrammi disponibili su WeChat ha raggiunto i 3.2 milioni con una base di utenti di oltre 840 milioni. Ulteriori dati sono disponibili su Huaon Daxue Consulting analysis, Number of WeChat miniprogram, [www.daxueconsulting.com](http://www.daxueconsulting.com). Per maggiori dettagli sui c.d. mini-programmi si veda K. HU - N. KARACAOGLU, *We Store or AppStore; how we shop differently in Mobile Apps vs. Social Commerce*, 2021, rep. sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Sulle peculiarità del modello di business e delle caratteristiche dei servizi offerti dalla Big Tech cinesi si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Chat & pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, in Riv. trim. Dir. ec., 2021, n.3 suppl., p. 147 ss.

<sup>13</sup> Da questo punto di vista basti pensare alla complessa natura dei crypto-asset per un'analisi della quale si veda in particolare F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You?. An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in ECFR, vol. 17, n. 2, 2020 e ID., *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione Ue*, in Diritto Bancario, 15 ottobre 2020, rep. sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it);

<sup>14</sup> Per un'analisi comparata dell'approccio europeo e anglosassone si veda in particolare A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2015, p. 31 ss

tà comunicative<sup>15</sup>. L'insieme di questi fattori è in grado di orientare i comportamenti dei singoli e nello specifico determinare una riduzione della ricerca di informazioni, di soluzioni alternative ed anche del tempo<sup>16</sup> necessario per ponderare una decisione di investimento o acquisto (ad es. di una criptovaluta) tenuto conto del livello di rischio.

Attualmente, in assenza di una definizione giuridica di questa figura<sup>17</sup>, gli elementi caratterizzanti di questa figura sono identificabili nella capacità di essere presente in di molte reti di utenti ed assicurarsi moltissimi *followers*, nella creazione, diffusione e capacità di monetizzazione dei contenuti.

Uno degli elementi chiave per indirizzare i comportamenti degli utenti, compresa l'assunzione di decisioni identiche da parte di un numero elevato di soggetti in un arco di tempo molto ravvicinato<sup>18</sup>, risiede nella fiducia digitale costruita con gli utenti, frutto di una componente emozionale basata su sensazioni e rafforzata attraverso la condivisione di contenuti e momenti della propria vita privata. Nel caso dei social media proprio l'aspetto emozionale, fondamentale per l'assunzione di qualunque decisione, compresa quella di scambio, è rafforzata dall'idea della coincidenza di interessi ed azioni con gli appartenenti alla propria rete. Proprio quest'elemento facilita il coordinamento di scelte collettive, come nel caso Game-stop<sup>19</sup> e conferisce un valore aggiunto all'attività dell'*influencer* rispetto al *marke-*

---

<sup>15</sup> Un ruolo crescente anche se non ancora paragonabile a quello degli influencers è svolto anche dai bloggers. Anche in questo caso per gli utenti può essere difficile distinguere tra opinioni senza contenuto commerciale e pubblicità. Sul punto si veda S.C. BOERMAN, N. HELBERGER, G. VAN NOORT, C.J. HOOFNAGLE, *Sponsored blog content. What do the Regulations say? And what do bloggers say?* 9 (2018) JIPITEC 146.

<sup>16</sup> Sull'importanza del tempo in ambito finanziario si veda in particolare U. MORERA, M. DE POLI (a cura di), *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, Giappichelli, 2018.

<sup>17</sup> Per una ricostruzione di questa figura in rapporto ai diversi *social media* si veda in particolare A. WANLESS, J. PAMMENT, *How you define a problem like influence?* In *Journal of Information Warfare*, 2019, p. 1 ss.; C. GOANTA, S. RANCHORDAS, *The regulation of social media influencers*, E. Elgar, 2020.

<sup>18</sup> Si veda in particolare W. VON METTENHEIM, K.P. WIEDMANN, *The complex triad of congruence issues in influencer marketing*, *J. Consumer Behav.*, 2021, p. 1277 ss.

<sup>19</sup> Per comprendere la capacità specifica dei *social media* di avere un ruolo di coordinamento istantaneo delle azioni di un numero molto elevato di soggetti e in un numero di settori sempre più

ting “classico”.

Come evidenziato dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) “tale fenomeno sta assumendo dimensioni crescenti in ragione della sua efficacia derivante dal fatto che gli *influencer* riescono a instaurare una relazione con i *followers*-consumatori, i quali percepiscono tali comunicazioni come consiglio derivante dall’esperienza personale e non come comunicazione pubblicitaria”<sup>20</sup>.

Ciò si traduce in notevoli rischi per il consumatore derivanti proprio dalla pubblicità occulta che questi soggetti sono in grado di fare. Infatti, pur non essendo facilmente inquadrabili come “commercianti” o come singoli che agiscono con continuità<sup>21</sup> in nome e per conto del commerciante, ai sensi della direttiva 2005/29/CE<sup>22</sup>, la loro attività ha chiaramente una finalità pubblicitaria<sup>23</sup>.

L’elemento pubblicitario però non sempre è mostrato in modo chiaro e inequivocabile ai consumatori ed è per questo che l’AGCM la considera particolarmente insidiosa. Inoltre le modalità di presentazione dei contenuti pubblicitari variano costantemente in modo da indurre a ritenere i loro comportamenti e i loro messag-

---

ampio basti pensare a quanto accaduto nel caso Gamestop. Sulla questione si veda F.R. CAMPANTE, R. DURANTE, A. TESEI, *Media and social capital*, september 2021, rep. sul sito [www.nber.org](http://www.nber.org). Sul caso Gamestop si vedano in particolare P. LUCANTONI; *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclocazione dell’algoritmo e “gamefication” del contratto d’investimento*, Riv. trim. dir. ec., 2021, n.3 suppl.; M. ARRIGONI, *La tutela dell’investitore alla luce del caso Gamestop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, Orizzonti del diritto commerciale, n.2/2021, p. 941 ss.

<sup>20</sup> Si veda il comunicato stampa dell’Autorità del 24 luglio 2017, rep. sul sito [www.agcm.it](http://www.agcm.it).

<sup>21</sup> Un consumatore o un influencer potrebbero rientrare nel novero di coloro che agiscono “in nome e per conto del commerciante” nel momento in cui condividono contenuti. La Corte di Giustizia però sul punto ha precisato come una simile situazione richieda la presenza di ulteriori requisiti non esaustivi e non esclusivi tra i quali la finalità di lucro derivante dalla remunerazione per quanto consigliato, il numero, l’importo e la frequenza delle operazioni

Si veda in particolare la pronuncia della Corte di Giustizia, *RLvS Verlagsgesellschaft mbH v. Stuttgarter Wochenblatt GmbH*, caso C-391/12, 17 ottobre 2013, rep. sul sito della Corte.

<sup>22</sup> Si veda l’articolo 2 della direttiva 2005/29/CE nonché la Commission Notice, Guidance on the interpretation and application of Directive 2005/29/EC of the European Parliament and the Council concerning unfair business-to-consumer commercial practices in the internal market, pubblicata in OJ, C526/1 del 29 dicembre 2021.

<sup>23</sup> In proposito la Corte di Giustizia nel caso *Verband Sozialer Wettbewerb*, causa C-146/16, del 30 marzo 2017, p.31 ha ricordato come l’obbligo di chiarezza su messaggi di tipo commerciale si applichi ai professionisti indipendentemente dal fatto che siano i fornitori del prodotto.

gi spontanei e disinteressati e favorire così un effetto “emulazione” da parte dei *follower*.

Sul punto l’Autorità sottolinea come “le immagini, infatti, talvolta, rappresentano un ambiente domestico e sono realizzate con tecniche fotografiche non ricercate; altre volte, le tipologie di immagini, le pose dei personaggi e l’ambiente assumono lo stile di un set fotografico. L’evidenza data ai marchi può variare in intensità e modalità, in quanto le tipologie di *post* e personaggi si presentano molto eterogenee. In alcuni casi, i nomi dei *brand* sono citati negli *hashtag* dei *post*, in altri casi, sono invece in evidenza nell’immagine. Il *post* può essere accompagnato da commenti enfatici sul prodotto”<sup>24</sup>.

Proprio il rischio di perdita del discrimine fra dati veritieri e contenuti pubblicitari<sup>25</sup>, indotto da questo tipo di pubblicità ha già determinato l’intervento dell’AGCM per sanzionare le pratiche commerciali scorrette presenti “nella diffusione su *blog* e *social network* (come Facebook, Instagram, Twitter, YouTube, Snapchat, Myspace) di foto, video e commenti da parte di *blogger* e *influencer* che mostrano sostegno o approvazione per determinati brand generando un effetto pubblicitario in favore del marchio”<sup>26</sup>. Allo stesso tempo sono stati indicati criteri generali di comportamento da rispettare e per rendere chiaramente riconoscibile la finalità promozionale mediante l’inserimento in quanto pubblicato di sigle come

---

<sup>24</sup> Si veda il comunicato stampa del 24 luglio 2017 cit.

<sup>25</sup> Su questa problematica in riferimento ai mezzi di comunicazione tradizionali si veda in particolare V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè. Milano, 2013, p. 262.

<sup>26</sup> L’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in relazione a tali pratiche ha sottolineato come l’influencer debba segnalare in ogni post i prodotti pubblicizzati presenti soprattutto se vi è un accordo promozionale con le case produttrici. Si veda da ultimo il caso BAT- *Pubblicità occulta Glo sui social network*, PS12009, provvedimento 29387 del 30 settembre 2021, in Boll. n.41/2021. In questo caso gli influencers coinvolti si erano avvalsi della strategia promozionale “*call to action*” che consente di creare un’interazione con i propri follower invitandoli a rispondere con condivisioni dei medesimi contenuti in cambio di una maggiore visibilità del proprio profilo. In dottrina si vedano G. ALFANO, *Social network e pubblicità occulta. Riflessioni in tema di influencer marketing a margine dei primi interventi dell’AGCM*, in Riv. di diritto dell’impresa, 2020, p.129 ss.; E.M. TRIPODI, *La pubblicità occulta online: tra prosumer, influencer e tutela dei consumatori*, in Disciplina del Commercio e dei Servizi, 2021, p. 41 ss.

“#adv” “#advertising”, “#sponsorizzato da/”, “#pubblicità”, “#promosso da” e/o “#in collaborazione/partnership” e in alcuni casi, come quello della Barilla, sono stati anche accolti impegni nei quali, in sede di contratto, la società stessa prevedeva l’obbligo di attenersi a linee guida specificamente dedicate agli influencers ed agli elementi pubblicitari presenti nei loro contenuti nonché meccanismi di deterrenza in caso di mancato rispetto, quali riduzioni del compenso e/o possibile applicazione di penali<sup>27</sup>.

2.1. I prodotti finanziari rispetto alle altre tipologie di beni per poter essere pienamente valutati dal singolo hanno la necessità di essere corredati da una chiara e completa informazione proprio per questo i social media presentano problematiche specifiche. Infatti l’informazione in questo caso è molto ridotta anche qualora manchino i rinvii ad un *link* specifico per reperire maggiori dettagli e si registra anche una pericolosa commistione tra informazione e comunicazione ai fini di marketing tale da rendere difficile distinguere ciò che è informazione essenziale ed imparziale da ciò che non lo è.

A questi aspetti si aggiunge un ulteriore profilo di rischio derivante dalla pubblicità occulta, in particolare quella posta in essere dagli influencers o meglio, in ambito finanziario dai c.d. fin-influencers<sup>28</sup>, in quanto si assiste ad una combinazione di effetti tra i quali in primo luogo una commistione di contenuti sociali e culturali, anche postati mediante altri utenti (basti pensare alla tecnica della c.d. *call to action*<sup>29</sup>), e contenuti e/o prodotti finanziari. Ciò favorisce una scarsa percezione da

---

<sup>27</sup> Si tratta del caso *Insanity page- Barilla*, PS11435, definito con provvedimento del 25 febbraio 2020, in Boll. n. 11/2020.

<sup>28</sup> Il documento ESMA, Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, individual i fin-influencer come “influencer generates content on financial topics such as investments”. ESMA 35-42-1227, del 29 aprile 2022, p.9.

<sup>29</sup> Si tratta di una strategia volta a creare una interazione con i follower che, nell’aspettativa di ricevere in cambio una maggiore visibilità del proprio profilo, vengono indotti a rispondere all’invito diffondendo a loro volta contenuti collegati ad un marchio o prodotto generando così un effetto pubblicitario. Su questo tipo di pratica l’Autorità garante della concorrenza è già intervenuta



parte dell'utente della differenziazione tra prodotti commerciali e finanziari rafforzata dalla scarsa presenza di elementi informativi e dallo strumento utilizzato per la visualizzazione dei contenuti. Infatti sempre più spesso viene utilizzato lo *smartphone* che, per sua natura, mette in evidenza solo alcuni aspetti vista la presenza di un schermo più piccolo<sup>30</sup> di quello di un tablet o un computer.

Quest'ultimo aspetto assume rilievo particolare laddove quanto visualizzato viene utilizzato come unica fonte informativa per l'assunzione della decisione e ciò che viene acquistato è un prodotto finanziario visto che, differentemente da altre tipologie di beni, i rischi appaiono maggiori. Del resto per questa tipologia di prodotto è previsto un obbligo di informazione dettagliata nonché una valutazione delle conoscenze in materia necessarie per comprendere cosa si sta acquistando e la sua rischiosità.

Nel caso degli influencers e dei loro contenuti vi è un rischio specifico aggiuntivo visto che i *followers* possono ritenere quanto pubblicato attendibile e frutto di un comportamento imparziale anche in presenza di elementi di pubblicità più o meno chiari proprio alla luce anche del loro livello di conoscenza del segmento finanziario. Peraltro in questo caso l'assenza di un marchio riconoscibile per l'utente fa sì che il contenuto, spesso inteso come combinazione di immagini e parole, possa apparire anche strettamente personale e non nella forma di un invito o un consiglio rivolto al pubblico. Esempi emblematici sono ravvisabili nella pubblicazione del dettaglio del proprio piano di investimenti accompagnato da un messaggio di soddisfazione, dell'acquisto di una criptovaluta o della pubblicazione delle variazioni di prezzo di un NFT<sup>31</sup>. In questo caso quanto pubblicato riveste una funzione qualificabile

---

con procedimenti per pratiche commerciali scorrette. Si veda ad es. il caso BAT-pubblicità occulta sui social media, PS12009, provvedimento n. 29837 del 30 settembre 2021, rep. sul sito dell'Autorità.

<sup>30</sup> Proprio questo elemento come modalità per rendere di immediata evidenza in particolare alcuni aspetti rispetto ad altri è menzionato nella Commission Notice, cit.

<sup>31</sup> A tali contenuti si aggiungono anche hastag specifici destinati a "fare tendenza" come avvenuto ad es. con #stocktok su Tik Tok che nel luglio 2021 è stato visualizzato 1.4 miliardi di volte poi salite a 1.8 miliardi di volte.



come strumentale finalizzata a favorire la conclusione di operazioni analoghe.

Si potrebbe ritenere una simile situazione riconducibile alla previsione dall'annesso 1 della direttiva 2005/29 laddove si stabilisce un divieto di affermare falsamente o creare l'impressione che un professionista non stia agendo per la sua attività o che abbia la veste di semplice consumatore<sup>32</sup>. A tal proposito però bisogna valutare se per un *influencer* sia individuabile l'esercizio di un'attività specifica in un solo settore ed allo stesso tempo questo soggetto difficilmente può essere considerato un semplice consumatore. Inoltre è utile chiedersi se per un *fin-influencer* siano preventivamente enucleabili le situazioni nelle quali è necessaria una esplicita menzione della presenza di finalità pubblicitarie. Trattandosi di un tema emerso recentemente l'approccio attualmente sembra essere quello di una valutazione da effettuare caso per caso. Ciononostante emergono anche i primi tentativi di definizione di schemi più generali come quello del Norwegian Consumer Ombudsman attraverso una *Guidance on Labelling of Marketing in Social Media*<sup>33</sup> nella quale vengono identificate come legittime la possibilità di commento di qualunque prodotto acquistato o regalo ricevuto purchè non vi sia collegamento ad una rete pubblicitaria. Inoltre, anche in assenza di collegamento se è ravvisabile un vantaggio per l'*influencer* derivante dai commenti inseriti l'attività va qualificata come *marketing* e adeguatamente segnalata all'utente. Anche la giurisprudenza si sta confrontando col tema fornendo utili spunti in tal senso. Ad esempio in Germania in alcune recenti sentenze, rispettivamente della Corte di Karlsruhe, della Corte di Monaco e della Corte d'Appello di Berlino<sup>34</sup>, è stato valutato elemento pubblicitario non solo ciò che genera remunerazione e collegamenti ma anche tutto ciò che può essere considerato contenuto di carattere non informativo.

---

<sup>32</sup> Si tratta del punto 22 dell'Annesso.

<sup>33</sup> Il documento è reperibile sul sito <https://www.forbrukertilsynet.no/>.

<sup>34</sup> Si tratta rispettivamente di Karlsruhe Regional Court, Judgement of 03/21/2019, 13 O 38/18 KfH – Pamela Reif, Munich Regional Court, Judgement of 04/29/2019, 4 HK O 14312/18 – Cathy Hummels e Berlin Appellate Court, Judgement of 01/08/2019, 5 U 83/18 – Vreni Frost.

3. Le criticità dei comportamenti descritti possono risultare ancora maggiori per tutti quegli individui con una scarsa alfabetizzazione finanziaria. Infatti proprio questo elemento può determinare un affidamento ancora maggiore negli influencers e nei loro contenuti. In particolare i più giovani, specialmente la c.d. generazione Z<sup>35</sup>, coniugano una conoscenza spesso scarsa dei mercati finanziari e del loro funzionamento<sup>36</sup>. con un elevato tempo di permanenza sui *social media* a cui si aggiunge una scarsa percezione delle tecniche di *advertising* presenti nei contenuti degli influencers. Ciò si traduce in un incremento della loro vulnerabilità, come evidenziato da uno studio del Parlamento Europeo del febbraio 2022, laddove si sottolinea come *“Influencer marketing has an impact on consumer purchase decision-making. Children and consumers with low education and/or low income are particularly vulnerable to influencer marketing”*<sup>37</sup>.

Del resto, come evidenziano alcune indagini effettuate, proprio la generazione Z mostra una grande fiducia nei *social media* e in particolare negli *influencers* rafforzata anche da un linguaggio valutato “più familiare”<sup>38</sup>.

In Italia, un’indagine sulle diverse fasce d’età mostra come proprio quella fra i 18 e i 34 anni risulti la più sensibile ai social media ed agli influencers ed in Austria

---

<sup>35</sup> Gli appartenenti alla generazione Z, definiti anche post-Millennials, sono individuati in tutti coloro che sono nati tra il 1995 e il 2010. Su questa generazione e le sue specificità finanziarie si veda in particolare M. COSSU, *Dell’importanza dell’alfabetizzazione finanziaria*, Giurimetrica n.1/2022; ID., *L’educazione finanziaria della “generazione Z”. Riflessioni in tempo di pandemia*, Giurimetrica n.1/2021, e ID., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in Riv. Soc., 2021, p. 1253 ss.

<sup>36</sup> Sul ruolo dell’alfabetizzazione finanziaria si vedano tra gli altri D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA.VV. *Le regole del mercato finanziario*, Padova, Cedam, 2010 p.79 ss.; M-T. PARACAMPO, *Il ruolo dell’educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in Dir. Banc, 2011, rep. sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) e T. KAISER, A. LUSARDI, L. MENKHOFF, C. URBAN, *Financial education affects financial knowledge and downstream behavior*, NBER Working paper series n.27057, April 2020.

<sup>37</sup> Si veda European Parliament, *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al. PE 703.350 - February 2022, p. 10, rep. sul sito [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).

<sup>38</sup> La rilevanza del fattore della familiarità e della notorietà in rapporto alle azioni è ben evidenziato da N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, Quaderni di finanza Consob, n.66, 2010, p. 5 ss

uno studio effettuato, basato su interviste proprio dei ragazzi di età compresa fra i 15 e i 22 anni, mette in luce come, in presenza di prodotti presentati da un influencer, l'82% degli intervistati abbia dichiarato di averli acquistati, il 75,6% di essere ispirato nei suoi acquisti da un *influencer* e il 71% abbia affermato di fidarsi dei consigli di un *influencer*<sup>39</sup>.

I dati appena richiamati mostrano anche come proprio l'alto grado di fiducia e affidamento negli influencer e nei loro contenuti possa generare una conseguente probabile minore propensione degli utenti a ricercare fonti informative alternative. Questo elemento, combinato con una scarsa alfabetizzazione finanziaria, può far ritenere a tutti coloro che utilizzano frequentemente i *social media* e seguono gli *influencers* che tali contenuti possano sostituire il bisogno di un'informazione "di base"<sup>40</sup> e cioè dati affidabili funzionali alla formazione di un'opinione e/o all'assunzione di una decisione di acquisto. Ciò può significare l'adozione di decisioni basate su informazioni limitate, prive di parametri per valutarne l'affidabilità e la possibile presenza di conflitti di interesse da parte di coloro che le pubblicano e conseguentemente di quelle definite dal TUF "informazioni chiave per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in titoli"<sup>41</sup>. Una simile dinamica non rappresenta un rischio solo per il singolo ma più in generale per il corretto funzionamento del mercato<sup>42</sup> ed appare l'esito di un processo di profonda trasformazione

---

<sup>39</sup>Si vedano rispettivamente per l'Italia Consumer Goods & FMCG, *Influence of social media or celebrities on the purchase of consumer goods in Italy in 2019, by age group*, nel quale il dato di "influenza" risulta al 23,4% nella fascia di età 18-34, il 16,2% in quella 35-64 e il 5% in quella over 65, nonché *Advertising formats driving Gen Z brand discovery in Italy as of March 2021* entrambe rep. sul sito [www.statista.com](http://www.statista.com). Per l'Austria, Handels Verband, *Consumer-Check zur Generation Z*, 18 June 2019, rep. sul sito [www.handelsverband.at](http://www.handelsverband.at).

<sup>40</sup>Come noto al concetto di informazioni di base fa riferimento il TUB agli art. 120 octies co. 2 per quanto concerne i contratti di credito specificando come gli annunci pubblicitari indicano alcune informazioni di base "in maniera chiara, precisa, evidenziata e, a seconda del mezzo utilizzato, facilmente leggibile o udibile" e di cui si fornisce anche un elenco.

<sup>41</sup>Va ricordato come l'art.94 del TUF al co.8 utilizzi il riferimento citato in un diverso contesto e ai fini dell'individuazione della responsabilità derivante dalla nota di sintesi.

<sup>42</sup>Proprio le problematiche di domanda e offerta e della definizione dei prezzi sono state evidenziate alla luce del caso Gamestop dall'Autorità francese dei mercati finanziari. Si veda Autorité des

del mercato e di nuove dimensioni della socialità sempre più considerate e utilizzate come luogo, addirittura esclusivo, di reperimento di informazioni attendibili, anche di tipo finanziario<sup>43</sup>. In questo caso, soprattutto per i più giovani, le risorse *online* non sembrano rappresentare una modalità per acquisire maggiori informazioni più rapidamente quanto piuttosto per averne a disposizione una selezione utilizzabile e utilizzata nei processi decisionali con scarsa attenzione all'attendibilità ed alla professionalità di chi le diffonde.

Alla criticità appena descritta se ne può aggiungere un'altra ravvisabile in un "effetto rete di appartenenza" inteso come capacità della rete di appartenenza di favorire e incentivare l'assunzione da parte di un numero molto elevato di utenti in un arco temporale ristretto di decisioni coordinate suggerite da un *influencer*<sup>44</sup>. Peraltro l'*influencer* ha la capacità di diffondere i suoi contenuti in più reti di utenti contemporaneamente e gli effetti dell'assunzione rapida di un'identica "decisione di massa" sui mercati finanziari possono essere imprevisi e imprevedibili come evidenziato dal caso Gamestop. Peraltro, quando manca anche il perseguimento di una finalità comune, quale la "sopravvivenza" di un soggetto economico come Gamestop e l'unico "motore" risulta la fiducia in quanto pubblicato da un *influencer* diventa ancor più difficile prevederne gli sviluppi.

4. Le dinamiche descritte evidenziano le nuove vulnerabilità per il singolo derivanti dall'ambiente *social* complessivamente inteso e dal venire meno di quel perimetro di sicurezza in grado di garantire il risparmiatore ogni volta che si rapporta

---

Marchés Financiers (AMF), *Gamestop mania: a look back over market phenomenon*, 18 febbraio 2021 rep. sul sito AMF.

<sup>43</sup> Già diversi anni fa, ben prima che i social media assumessero la rilevanza attuale, Lemma evidenziava l'esistenza di problematiche crescenti in una società "sempre più aggregata secondo modelli innovativi di libertà partecipativa riferiti alla wired society e alla network society", v. V. LEMMA, cit., p. 264,

<sup>44</sup> Sull'importanza crescente rivestita dalle relazioni in rete e la contestuale riduzione di importanza dei singoli anche in ambito finanziario si veda in particolare B. RUSSO, *Le implicazioni economico-sociali nei nuovi modelli di finanza alternativa: verso un mercato digitale (del credito) effettivamente inclusivo e efficacemente sostenibile?*, in Riv. dir. banc., 2021, p.665 ss.

con un soggetto autorizzato e vigilato. Qualora poi vi sia un indirizzo verso acquisti specifici si rileva anche un rischio più generale per il funzionamento del mercato. Del resto la rilevanza dei social media non solo per l'assunzione della decisione di investimento dei singoli, compreso quanto investire, ma per le stesse quotazioni di mercato è evidenziata anche dalla recente nascita di start-up come Santment che aggregano dati social e dati finanziari per valutare le singole criptovalute e le loro fluttuazioni di valore. Infatti si ritiene che proprio le discussioni e ciò che si esprime sui *social* in merito alle differenti criptovalute sia in grado di indirizzare le decisioni degli utenti e conseguentemente il loro valore.

Questo aspetto rappresenta una ulteriore conferma di come i *social media* e in modo specifico gli influencers, non essendo assoggettabile alle previsioni specifiche del settore finanziario in materia informativa determinino una riduzione crescente di efficacia di quelle previsioni di impostazione "partenalistica" volte ad indirizzare le scelte degli individui in funzione delle loro conoscenze e della loro propensione al rischio riducendo la possibilità di acquisto dei prodotti più rischiosi.

Anche per questo recentemente sia l'European Securities Markets Authority (ESMA) che l'European Supervisory Authorities (ESAs) si sono interessate del fenomeno.

Nello specifico in due comunicati il primo dell'ESMA<sup>45</sup> ed il secondo congiunto delle tre autorità di vigilanza<sup>46</sup> si sottolineano i rischi derivanti dai social media per l'assunzione delle decisioni di investimento nonché per l'acquisto di *crypto-asset*. In essi si ricorda come sia ravvisabile una raccomandazione di investimento in qualunque informazione che è in grado di suggerire una strategia d'investimento, esplicitamente o implicitamente, compresi pareri in merito al valore o prezzo presente o futuro di tali strumenti. Da questo punto di vista proprio i *social media* pre-

---

<sup>45</sup> Si veda ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media, ESMA70-154-2780, del 28 ottobre 2021.

<sup>46</sup> Si veda ESAs, EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets. ESA 2022 15, del 15 marzo 2022.

sentano molteplici e differenti criticità dal punto di vista del “*mislead investor*” derivanti primariamente dalla difficoltà di percepire la differenza fra una “semplice comunicazione” o una raccomandazione alla quale si sommano gli effetti del c.d. *anchoring bias* cioè la dipendenza maggiore dalla prima informazione ricevuta rispetto a quelle successive.

In questo quadro uno dei primi elementi sui quali intervenire appare proprio quello dell’incremento di trasparenza sui contenuti e sulla competenza di chi pubblica<sup>47</sup>. Ciò appare particolarmente necessario per i *crypto-assets* vista la loro complessa natura “*highly risky and speculative*” ed in grado di determinare come ricordato nel comunicato ESAs una “*very real possibility of losing all their invested money if they buy these assets*”<sup>48</sup> per gli acquirenti. Proprio questo comunicato peraltro ricorda come si tratti di prodotti che attualmente “*typically fall outside existing protection under current EU financial services rules*” e rispetto ai quali gli influencers, al fine di incrementarne l’acquisto, potrebbero mettere in rilievo solo i potenziali benefici e non i notevoli rischi favorendo una percezione non veritiera di idoneità di simili prodotti per tutte le tipologie di consumatori<sup>49</sup>.

Il tema dell’*influencer communication* è stato inserito anche in un recente rapporto sulla protezione dell’investitore *retail* dell’aprile 2022<sup>50</sup> ricordando la necessità, proprio ai sensi della Mifid II, che anche la *marketing communication* sia coerente con le informazioni fornite ai clienti “*in course of providing investment and ancillary services*”. Ribadire questo aspetto seppur utile, può però non essere suffi-

---

<sup>47</sup> Sulla questione della trasparenza in particolare in riferimento alle criptovalute si veda M. PELLEGRINI, *Transparency and circulation of cryptocurrencies*, Open Review of Management Banking and Finance, 2021, p. 1 ss.

<sup>48</sup> Si veda ESAs, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*. ESA 2022 15, del 15 marzo 2022.

<sup>49</sup> Su questo aspetto era già intervenuta anche l’ESMA nel suo *Report Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV)* pubblicato in data 17 marzo 2021, e accompagnato dal comunicato ESMA *Sees high risks for investors in non-regulated crypto-assets*. Peraltro il documento sottolinea come anche l’alto numero di *crypto-assets* disponibili, oltre 17000, favorisca una ampia pubblicizzazione.

<sup>50</sup> ESMA, *Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, cit.

ciente. Infatti potrebbero rimanere escluse quelle modalità più innovative attualmente utilizzate sui social media basate in alcuni casi anche esclusivamente su contenuti e/o simboli accompagnati da poche parole. Anche per questo l’Autorità sta valutando l’utilità di adottare nuove linee guida in grado di responsabilizzare maggiormente gli operatori, intesi in senso ampio, specialmente quando agiscono in ambiente *social* e nel momento in cui le “informazioni” possono indurre l’acquisto di prodotti finanziari e *crypto-assets*. A quest’azione potrebbe esserne affiancata una di preselezione delle informazioni considerate “vitali” cioè fondamentali per una corretta decisione e non sempre riportate, in particolare nella *communication marketing*, per un’identificazione completa di quanto proposto, compreso il rischio. Una simile attività, pur apparendo molto utile in astratto, potrebbe non risultare di semplice attuazione visto che richiede un’attenta valutazione delle differenti tipologie (prodotto finanziario, criptovaluta, *crypto-asset*...) al fine di identificare le informazioni “vitali”<sup>51</sup> di ogni tipologia da fornire ai risparmiatori ed anche un contestuale controllo non tanto e non solo sulla disponibilità ma anche sulla loro piena visibilità anche ad una prima e veloce lettura.

Quanto sottolineato però induce anche ad una considerazione sulla possibile utilità dell’ambiente *social* nell’incrementare il livello di educazione finanziaria anche attraverso specifiche figure disponibili ad assumere il ruolo di fin-influencer con questa finalità. Infatti proprio un innalzamento generalizzato del livello di cultura e alfabetizzazione finanziaria potrebbe risultare un efficace strumento di riduzione dei rischi derivanti da pubblicità occulta e informazione ridotta. In questo senso l’opportunità di un possibile maggiore sfruttamento di alcune delle dinamiche descritte per un innalzamento della cultura finanziaria dei soggetti maggiormente esposti, in quanto assidui utilizzatori dei social media, trova sostegno nei dati di al-

---

<sup>51</sup> Una valutazione su questo tipo di criticità è presente anche nella Public consultation on retail investor protection dell’EIOPA, aperta il 28 gennaio 2022 e conclusasi il 28 febbraio rep. sul sito [www.eiopa.europa.eu/document-library/consultation/public-consultation-retail-investor-protection](http://www.eiopa.europa.eu/document-library/consultation/public-consultation-retail-investor-protection).

cuni studi che evidenziano un interesse anche ad apprendere maggiori nozioni in questo ambito nel momento in cui sono veicolate attraverso canali social (in particolare youtube<sup>52</sup>). Peraltro un'impostazione di questo tipo avrebbe anche il vantaggio di poter raggiungere una platea molto vasta di utenti in un arco temporale ristretto. In questo modo il *framing effect* potrebbe rappresentare non solo una situazione di maggiore esposizione al rischio ma anche uno strumento in più di rafforzamento della tutela dell'utente.

**Allegra Canepa**

*Associato di Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Milano*

---

<sup>52</sup>J. LEE, T. LI, D. SHIN, *The Wisdom of Crowds in FinTech: Evidence from Initial Coin Offerings*, 2020 e A. COSSU, *The digital traces of crypto-finance*, 2021, entrambi rep. su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).



**SOSTENIBILITÀ NON FINANZIARIA, “SANA E PRUDENTE  
GESTIONE” E GOVERNO SOCIETARIO DELLE BANCHE.**

**“ARLECCHINO” NEL C.D.A.?**

**(NOTE A MARGINE DI UN CONVEGNO SULL’ISOLA DI CAPRI)\***

*(Non-Financial Sustainability, “Sound and Prudent Management” and  
Corporate Governance of Banks.*

*“Harlequin” in the Board of Directors?*

*(Notes in the Margins of a Conference in Capri))*

**ABSTRACT:** *This article, that is inspired by the conference “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”, organized in Capri on June 17 and 18, 2022, analyzes the topic of non-financial sustainability by paying particular attention to its effects on the principle of “sound and prudent management” of banks and on related corporate governance mechanisms.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Le nuove coordinate: le fonti di riferimento. – 3. Le “difficoltà” dell’amministrazione. – 4. Sostenibilità non finanziaria e “sana e prudente gestione”. – 5. La *governance* sostenibile delle banche. Regole, “Aspettative” e problemi. – 6. Conclusioni.

1. È opinione diffusa e condivisa che la sostenibilità non finanziaria stia cambiando, per un verso, l’essenza delle regole del mercato e, per l’altro verso, la concezione stessa dell’agire imprenditoriale. Quanto precede, nell’ottica di dare risposta ad una diffusa – ma non meglio definita – necessità di realizzare un “mondo nuovo” e, cioè, privo di quelle “sbavature” o esternalità negative figlie del “turbo-capitalismo” e della finanziarizzazione di un sistema economico, sempre più lontano dal rispetto di obiettivi ambientali, sociali e di *governance* (c.d. ESG).

In un tale contesto, peraltro e come noto già interessato da recenti crisi di di-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

stinta natura<sup>1</sup>, tra i tanti, due sono i profili meritevoli di particolare attenzione: il primo, relativo al rinnovato ruolo che la Vigilanza della Banca d'Italia, nel contesto europeo<sup>2</sup>, assumerà nel “governo” della transizione sostenibile; il secondo, riguardante invece l’impatto che tale transizione avrà sui meccanismi di governo societario, in particolare delle società sottoposte alla suddetta Vigilanza esterna e, più nello specifico, delle banche.

Se, con riferimento al primo tema, le lucide osservazioni della dottrina<sup>3</sup> sintetizzano, in una sola battuta, gli estremi di una questione che potrebbe in realtà condurre a risolvere (finalmente?) quella “crisi di identità” che ha colpito il regolatore nazionale a seguito delle modifiche privatizzatrici ed eurounitarie apportate, nel tempo, alla normativa di riferimento, per quanto attiene al secondo punto pare opportuno mettere in evidenza, in questa sede, il profondo legame che oggi unisce obiettivi non finanziari e operato di un c.d.a., chiamato ad occuparsi di sempre più numerose e complesse questioni e, quindi, a “badare” a un numero crescente di interessi, spesso finanche tra loro contrapposti.

Il tutto, con “qualche” conseguenza problematica che è bene mettere in luce, ancor più tenendo a mente l’importanza di quelle questioni “nuove”, tipiche delle regole di “Borsa” di cui oggi molto si discute.

Questioni tra le quali rientrano, ad esempio e infatti, l’attenzione agli *stake-*

---

<sup>1</sup> Per un’attenta analisi della materia si veda CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in questa *Rivista*, 2020, 1 ss.; ID., *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e Impresa Europa*, 2021, 171 ss.; e ID., *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in questa *Rivista*, 2021, 241 ss. Nonché AA. VV., *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall’efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell’economia*, a cura di MALVAGNA e SCIARRONE ALIBRANDI, Pisa, 2021, reperibile al seguente link: <https://www.pacinieditore.it/wp-content/uploads/2021/01/MALVAGNA-SCIARRONE.pdf>.

<sup>2</sup> Lo scritto si concentra sul contesto nazionale. Quanto alle “fonti” europee si segnalano, *ex multis*, BCE, *The state of climate and environmental risk management in the banking sector*, novembre 2021; ID., *Climate-related risk and financial stability*, luglio 2021; ID., *ECB report on institutions’ climate-related and environmental risk disclosures*, novembre 2020.

<sup>3</sup> Così CAPRIGLIONE, nel corso del Convegno qui in commento.

holders rilevanti e il perseguimento del c.d. “successo sostenibile”<sup>4,5</sup>.

2. In via preliminare, è necessario fare il punto, seppur in via sintetica, sulle coordinate e, così, sulle relative fonti di riferimento, di una materia a dire poco mutevole in quanto progressivamente e doverosamente attenta alle esigenze di un mercato che, in tema di sostenibilità, è in costante e crescente movimento.

In particolare, al di là di una forse sterile (e non facile) elencazione delle varie “regole del gioco”<sup>6</sup>, ciò che pare opportuno evidenziare in questa sede è, a monte e in via preliminare alle considerazioni *infra* esposte, il rapporto, talvolta non semplice, intercorrente tra le molte regole in questione, a tal punto stratificate, dinamiche e complesse da rendere (i) difficilmente “sostenibile” la rispettiva “messa a terra”; e (ii) particolarmente “dispendiosa” la *compliance* degli attori operanti nel sistema

---

<sup>4</sup> Definito come “*obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”. Per un’analisi più approfondita della materia si rinvia anche alla Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti.

<sup>5</sup> In argomento cfr. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022, 9 ss.; e CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario*, op. cit.; e ID, *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia*, op. cit. In generale Per uno sguardo sugli approfondimenti esteri in tema di sostenibilità – e al di là di riferimenti più specifici in merito al dibattito in tema del c.d. *stakeholderism* – cfr., *ex multis*, AVRAMOV et AL., *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2021; BUSCH, FERRARINI e GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2021; CLEMENTINO e PERKINS, *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, in *Journal of Business Ethics*, 379 ss.; DIAZ et AL., *Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG*, in *Finance Research Letters*, 2021; ECONOMIDOU et AL., *Does Sustainable Investing matter to the Market?*, reperibile su *ssrn.com*; EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020; ENGERT, ENRIQUES, RINGE, VAROTIL e WETZER, *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, Monaco, 2022; FREIBERG, ROGERS e SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 20-056; FRIEDE, BUSH e BASSEN, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 210 ss.; GILLAN et AL., *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, 2021; MAYER, *Prosperity*, Oxford, 2018. Di recente si veda anche, particolarmente puntuale sul tema in esame, HANSEN, *Unsustainable Sustainability*, reperibile in *Oxford Business Law Blog* dell’8 marzo 2022.

<sup>6</sup> Si pensi solo al c.d. Regolamento Tassonomia e al c.d. Regolamento “SFDR”, di cui *infra* e su cui si innestano molteplici interventi delle ESAs.

europeo, oggetto di richieste quotidiane e correlati costi, peraltro capaci di arrecare uno svantaggio competitivo in chiave di concorrenza tra ordinamenti.

Il problema, si noti, è centrale e viene ampliato dal ricorso, nella materia *de qua*, ad una molteplicità di “*lawmakers*” che, nel concorrere a modo proprio e su diversi livelli alla realizzazione di un *framework* maggiormente attento a temi (apparentemente) distinti dal mero profitto, paiono confermare gli estremi di un *puzzle* fin quasi capace di porre in dubbio i punti cardine di un ordinamento in cui, per un verso, si sbiadisce progressivamente il principio guida della gerarchia delle fonti ed in cui, per l’altro verso, fonti non cogenti – nel regolare i dettagli (spesso mancanti nelle regole di grado superiore) della questione – finiscono con l’assumere massima vincolatività<sup>7</sup>. Con conseguenti questioni di sistema<sup>8</sup>.

Le considerazioni appena offerte, nondimeno, rivestono una particolare importanza anche sotto un punto di vista pratico-operativo: in particolare, non può negarsi infatti che il carattere “magmatico” della questione – e, cioè, la non chiara definizione degli estremi della materia – sia elemento di “sconforto” (e, soprattutto, di rischio) se letto dal punto di vista di un *management* che, nella crescente confu-

---

<sup>7</sup> In argomento cfr. F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 2021, 195 ss., il quale osserva che “*Deve dunque rimarcarsi l’unitarietà dell’azione (sostanziale) delle Istituzioni e delle autorità europee, evenienza da cui discende l’esigenza di un corretto e tempestivo coordinamento a livello europeo delle fonti, che come noto non si sviluppano su un solo piano, stratificandosi in un corpo multilivello che vede le proprie fondamenta nelle libertà e nei principi contenuti nei Trattati (TUE e TFUE), per svilupparsi in modo massivo — da un punto di vista quantitativo e di dettaglio normativo — nel diritto derivato di primo livello (le direttive e i regolamenti) e ancor più marcatamente in quello di secondo livello (ad esempio, le direttive e i regolamenti delegati e di esecuzione, ivi inclusi quelli finalizzati all’adozione di regulatory o implementing technical standards, noti come RTS e ITS, predisposti dalle autorità europee di vigilanza su richiesta della Commissione e formalmente adottati da quest’ultima ai sensi dell’art. 290 TFUE), spesso a sua volta integrato e dettagliato da atti di terzo livello, in taluni casi privi del requisito della vincolatività (ad esempio, orientamenti e linee guida delle autorità europee di vigilanza). Atti che possono avere natura legislativa o meno (è bene ricordare che tale distinzione non è legata alla qualifica del soggetto adottante, bensì alla tipologia di procedura seguita)*”.

<sup>8</sup> Più in generale sul tema della regolazione del mercato finanziario di vedano, di recente, ANNUNZIATA e LAMANDINI, *Questo è un nodo avviluppato*: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 34 ss. Nonché, anche su altri aspetti, SARTORI, *Il diritto dell’economia nell’epoca neoliberale: tra scienza e metodo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di PASSALACQUA, Padova, 2022, 145 ss.

sione descritta poc'anzi, resta fin quasi “sospeso” nella ricerca del corretto indirizzo cui orientare la propria azione gestoria.

Azione, forse e pertanto, non solo più mirata alla realizzazione dell'interesse degli azionisti – con problemi “annessi e connessi”.

3. Il punto in ultimo sollevato assume rilevanza cruciale e si innesta in quel più ampio dibattito circa la corretta “posizione” della società tra *shareholderism* e *stakeholderism*, come noto particolarmente fervido negli ultimi anni<sup>9</sup>.

Senza voler scendere, in questa sede, nel dettaglio della questione<sup>10</sup> e del tema, più complesso e probabilmente senza soluzione (o, finanche, senza rilevanza?!<sup>11</sup>), dell'interesse sociale<sup>12</sup>, e volendo anzi ricondurre l'argomentazione nei perimetri tipizzanti il diritto dell'economia, paiono in merito potersi affermare alcuni punti di partenza, utili all'esame che segue.

Punti che, nel complesso, confermano le difficoltà che la funzione di amministrazione di certe società (banche) – già chiamata ad attuare un processo di “mutazione genetica”<sup>13</sup> dell'ente – vive nell'attuale contesto storico e che riguardano, ri-

---

<sup>9</sup> Per tutti cfr. BEBCHUK e TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 164 ss. Nonché, più datato, HART e ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in *ECGI - Finance Working Paper 521/2017*, 1 ss. Quanto al contesto italiano si vedano, di recente e tra i molti, STELLA RICHTER JR, *Long termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, 16 ss. e TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. Soc.*, 2021, 3 ss.

<sup>10</sup> Sia, sul punto, concesso il richiamo al mio RIGANTI, *Regolazione del mercato e “fine di lucro”*. *Spunti per una ricerca aggiornata in tema di sostenibilità*, in *Diritto Bancario – Dialoghi di diritto dell'economia*, maggio 2022, reperibile qui: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/05/federico-riganti-dialoghi-2022.pdf>.

<sup>11</sup> Cfr. FISCH e SALOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, in *Texas Law Review*, 2021, 1309 ss., reperibile qui: <https://texaslawreview.org/wp-content/uploads/2021/07/Fisch.Printer.pdf>.

<sup>12</sup> In argomento, di interesse, cfr. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, in *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper #559/2020*, reperibile qui: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3753594](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3753594).

<sup>13</sup> Per tutti, si vedano CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019. In argomento, sia altresì consentito il richiamo al mio RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020.

spettivamente, tanto (i) la corretta identificazione della “sostenibilità” non finanziaria quanto (ii) le “interferenze” del regolatore sugli aspetti qui discussi.

Con riferimento al primo punto, condivido, senza dubbi o remore, quanto affermato nel corso del Convegno sull’isola di Capri<sup>14</sup>: la sostenibilità deve essere intesa come regola di condotta e, come tale, idonea a divenire strumento di prevenzione del rischio di sistema<sup>15</sup>, innanzitutto attraverso la realizzazione di fattori ESG.

Tale regola è, aggiungerei, per definizione protratta al futuro (nel termine “sostenibilità” si scruta infatti, innegabilmente, una visione *long-term*)<sup>16</sup>, pur tuttavia risultando la stessa inidonea a mutare, anche nel medio-lungo termine, vuoi il fine, vuoi l’oggetto, degli operatori economici, in ogni caso (e fino a che non cambino le leggi)<sup>17</sup> indirizzati al perseguimento del lucro e alla realizzazione del proprio oggetto sociale.

Parallelamente, ritengo potersi ammettere che la sostenibilità non finanziaria si presenti, dunque, quale ulteriore “irrigidimento”, o maggiore specificazione, di principi già noti all’ordinamento, primo fra tutti quello della “corretta amministrazione” e del “buon amministratore”, richiesti *ex lege* (si veda il combinato disposto dato dagli artt. 2381 e 2392 c.c.) ai gestori della società.

Alzando lo sguardo, l’argomento in analisi, pertanto, pare anche riconducibile al profilo, più ampio, delle “clausole generali speciali”<sup>18</sup> che impongono “para-

---

<sup>14</sup> Così SACCO GINEVRI, *La sostenibilità della governance*, relazione esposta nel corso del Convegno qui in commento.

<sup>15</sup> In merito si vedano, recentissimi, BIS, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, qui reperibile: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.htm>.

<sup>16</sup> Dovendosi tuttavia evidenziare, in argomento, una certa demonizzazione verso le politiche *short-term*. Sul punto v. ROE, *Missing the target. Why Stock-Market Short-Termism Is Not the Problem*, Oxford, 2022.

<sup>17</sup> Si ricordi, sul punto, il chiaro dettato dell’art. 2247 c.c., secondo cui “*Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l’esercizio in comune di un’attività economica allo scopo di dividerne gli utili*”.

<sup>18</sup> In merito, per tutti, MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 23 ss. Nonché ID., *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Oss. Dir. Civ. Comm.*, 2015, 133 ss.



digmi comportamentali” in capo agli amministratori.

Paradigmi che, da un lato richiamando la “diligenza richiesta dalla natura dell’incarico e dalle specifiche competenze” nonché “l’obbligo di agire in modo informato”, e dall’altro lato dovendo essere ricollegati all’attuale contesto di riferimento così come fornito dai mercati e dalle relative regole, non possono che “farsi carico” di un tema, quello della sostenibilità non finanziaria, peraltro centrale nelle dinamiche di gestione del rischio e oggetto di recenti incursioni anche da parte della giurisprudenza<sup>19</sup>.

Con riferimento al secondo profilo – relativo alle “interferenze” del regolatore e, cioè, al ruolo della Vigilanza anche nei confronti dei meccanismi di *corporate governance* – è invece opportuno osservare quanto segue, in particolar modo relativamente al settore qui in esame<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Si veda, sul punto, ALPA, *Tre casi paradigmatici di responsabilità sociale delle imprese per violazione di diritti fondamentali: Vedanta, Okpabi, Milieudéfense*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, 257 ss.

<sup>20</sup> Per un inquadramento della materia si vedano, *ex multis* e oltre agli autori già citati, AA. VV., *Il governo delle banche. Atti del Convegno di Salerno del 27 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di PRINCIPE, Milano, 2015; AA. VV., *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre. Atti del convegno di Courmayeur del 22-23 settembre 2017*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di MONTALENTI e NOTARI, Milano, 2018; AA. VV., *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di DI CATALDO, Milano, 2014; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell’attività*, Bologna, 2020; CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 19 ss.; ID., *L’impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, *ivi*, 2019, 27 ss.; CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001; ID., *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, 947 ss.; COSTI e VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, 2008, n. 62; DE PRA, *Il nuovo governo societario delle banche*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 525 ss.; FRIGENI, *La governance delle società bancarie. Rapporto sull’attività di ricerca progetto PRIN 2010-11* (comitato scientifico: SANTORO, MANCINI, PACIELLO, RISPOLI FARINA, SCIARRONE ALIBRANDI, TONELLI e VALENSISE); MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 413 ss.; MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012; MOSCO e LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; nonché VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa soc.*, 2014, 289 ss. Sia poi consentito il richiamo a RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e corporate governance*, Torino, 2019, ove ulteriori riferimenti

4. Quanto sopra esposto in chiave generale assume ancora maggiore rilevanza – e complessità – laddove rapportato al “micro-cosmo” bancario e, così, al tema della “sana e prudente gestione” delle banche, che di questo è “stella polare” e parametro di riferimento.

Il profilo in questione, in particolare, è noto ed è stato in passato oggetto di un ampio dibattito<sup>21</sup> che, oggi, merita di essere rivisitato e aggiornato in relazione alle novità introdotte dalle regole di riferimento in punto sostenibilità non finanziaria.

Lo stesso, nondimeno, deve per forza essere indicizzato a ciò che legge tecnicamente non è – ma, come detto sopra, della legge parrebbe avere la forza – e, cioè, ai vari auspici (e, dunque, non solo dettami) regolamentari, tra i quali a titolo esemplificativo assumono una certa importanza, nella materia in esame e con riferimento alla Banca d’Italia, le “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali” dell’aprile 2022<sup>22</sup>. Documento, quest’ultimo, che affrontando con attenzione il tema della *corporate governance*, da me *infra* approfondito, pare dunque meritevo-

---

bibliografici; e a ID., *La gestione del rischio nelle banche: aspetti di corporate governance e impatto sul sistema dei controlli interni nelle società*, in *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di CERRATO, Torino, 2019. Per un approfondimento di stampo internazionale e comparato in tema di governo societario delle banche, con riferimenti anche più ampi rispetto ai profili esaminati in questa sede, si vedano poi, in prima battuta, BUSCH, FERRARINI e VAN SOLINGE, *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019; ENRIQUES e ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *ECGI Law Working Paper n 294/2014*, 2014; ID. e HERTIG, *Improving the Governance of Financial Supervisors*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2011, 357 ss.; HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *ECGI Law Working Paper n 507/2020*, 2020; MACEY e O’HARA, *The Corporate Governance of Banks*, in *Econ. Pol. Rev.*, 2003, 91 ss.; MÜLBERT, *Corporate Governance of Banks*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, 411 ss.; e THAKOR, *Post-Crisis Corporate Culture and Governance in Banking*, in *ECGI Finance Working Paper n 658/2020*, 2020.

<sup>21</sup> In argomento sia poi consentito il richiamo a RIGANTI e WEBER, *Market Regulation, Banking Industry and ESG: The Long and Winding Road to Sustainability*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2021, reperibile qui: <https://openreviewmbf.org/2021/12/13/market-regulation-banking-industry-and-esg-the-long-and-winding-road-to-sustainability/>.

<sup>22</sup> Per un recente e sintetico inquadramento si veda GILIBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, 3, 97 ss.



le di una certa attenzione<sup>23</sup>.

Orbene, al fine di un corretto inquadramento, è necessario innanzitutto ricordare gli estremi della locuzione sopra indicata e, dunque, precisare il significato della “sana e prudente gestione”<sup>24</sup>, dando per assodata e (non acriticamente) condivisa, in quanto necessaria a minimizzare la rigidità delle regole tecnico-finanziarie, la politica legislativa utilizzata e per l'appunto intesa a scrivere clausole generali ed elastiche – e, dunque, doverosamente passibili di storicizzazione<sup>25</sup> – quale quella in oggetto per orientare l'operato del regolatore di settore<sup>26</sup>.

Venendo poi al piano semantico, ritengo che la gestione “sana e prudente” consista, innanzitutto, in un'attività di amministrazione tanto “alta” quanto “quotidiana” indirizzata al perseguimento esclusivo degli interessi della banca, così come calati – questo l'elemento distintivo dell'argomento in esame – nell'ordinamento del credito e nella sua tutela costituzionale (cfr. art. 47 Cost.).

La “sana e prudente gestione”, in una tale ottica, pare dunque non solo fare da strumento e fine dell'attività della Vigilanza<sup>27</sup> ma anche, e a monte, essere “*trait d'union*” tra due “mondi” – il diritto privato e il diritto pubblico, poi “fusi” nel diritto dell'economia – che nel settore bancario non possono che dialogare e sintetizzarsi.

La sintesi, in particolare, dovrebbe avvenire (e spesso infatti avviene) per il tramite, da un lato, di un regolatore “prudenziale” che limita il proprio intervento

---

<sup>23</sup> Si precisa che l'esame in oggetto non intende soffermarsi sui provvedimenti delle Autorità europee di vigilanza, tra i quali si veda in ogni caso EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno 2021.

<sup>24</sup> In argomento, per tutti, vedi i recenti approfondimenti di SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di PASSALACQUA, Padova, 2022, 63 ss. Sempre in tema sia poi permesso il richiamo a RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, op. cit., ove ulteriori riferimenti bibliografici tra cui si segnala SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, 131 ss.

<sup>25</sup> Così SEPE, op. cit., 72, che sul punto richiama CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 5*, in AA. VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2012, 55.

<sup>26</sup> Nuovamente, sul punto, cfr. le riflessioni di SARTORI, op. cit.

<sup>27</sup> In argomento RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, op. cit., ove ulteriori riferimenti bibliografici.

alla “salvaguardia” delle “*rules of the game*”, in quanto preordinate alla “tenuta” del sistema; nonché, dall’altro lato, attraverso un corretto comportamento di operatori il cui carattere imprenditoriale non deve certo essere messo in discussione<sup>28</sup>, quanto piuttosto relazionato a dettami comportamentali oggettivamente indirizzati alla salvaguardia del settore di riferimento (e, si ripete, alla tutela costituzionalmente garantita del credito).

In tal senso, quindi, la “sana e prudente gestione”, letta sia come finalità della Vigilanza, sia come regola di condotta dell’intermediario<sup>29</sup>, è concetto multiforme e adattabile al caso concreto, alle circostanze e alle evenienze<sup>30</sup>, secondo un disegno che, in estrema sintesi, conferma, a prescindere, la necessità di una gestione sia tendenzialmente *risk adverse* (questa la gestione prudente), sia indipendente, competente, corretta, efficace ed efficiente<sup>31</sup> (questa la gestione sana).

Quanto, poi, al tema di questo scritto, ferme restando le osservazioni sopra esposte, è necessario interrogarsi circa il grado di permeabilità della “sana e prudente gestione” rispetto alle rimanenti regole di *hard law* e di *soft law* dell’ordinamento. Quesito, questo, propedeutico a comprendere se la locuzione in esame, oltreché preordinata a garantire una sostenibilità finanziaria degli operatori e, dunque, del sistema, sia anche in grado di condurre (leggasi: imporre) il perseguimento e la realizzazione di fattori ESG.

Il tema – di recente affrontato dalla dottrina più autorevole<sup>32</sup> – è complesso e potrebbe condurre, se portato agli estremi, non solo a dare conferma a quanto già osservato, in tema di mutazione della *governance* bancaria e in tempi non sospetti, in chiave accademica<sup>33</sup>, bensì anche a riaprire la discussione su una questio-

---

<sup>28</sup> Così come osservato da SACCO GINEVRI, *op. ult. cit.*

<sup>29</sup> In argomento SEPE, *op. cit.*, 72.

<sup>30</sup> Sul punto SEPE, *op. cit.*, 72.

<sup>31</sup> In argomento RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, *op. cit.*, ove ulteriori riferimenti bibliografici, nonché SEPE, *op. cit.*, 73

<sup>32</sup> In argomento cfr. SEPE, *op. cit.*, 74.

<sup>33</sup> Si v. CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, *op. cit.*

ne centrale ma forse troppo spesso sottovalutata, se non per qualche mirato intervento della dottrina più attenta: quella relativa all'interesse sociale delle banche<sup>34</sup>.

Quanto precede posto che, a ben vedere, l'ESG richiama "per definizione e natura" l'attenzione a diverse categorie di *stakeholders* pubblici e privati i cui interessi, peraltro spesso tra loro confliggenti, se doverosamente tenuti in considerazione (si pensi all'esempio di scuola di una banca quotata e come tale tenuta, sulla base del Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana, al "successo sostenibile" sopra menzionato), non potrebbero che sfumare l'interesse della banca e le ragioni imprenditoriali come detto tipizzanti la relativa attività.

Orbene, sul punto in questione ritengo che la "sana e prudente gestione" sia concetto permeabile e che dunque all'interrogativo posto circa l'eventuale suo dialogo con fattori anche esterni al profilo finanziario si debba fornire risposta positiva.

Risposta che, tuttavia, non deve essere fornita in forza di letture *politically correct*, quanto piuttosto sulla base della considerazione, spesso dimenticata, che conduce a leggere la sostenibilità non finanziaria (e dunque, a valle, il perseguimento di obiettivi ESG) innanzitutto come un rischio: il c.d. "rischio di sostenibilità", codificato all'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088 (*Regulation on sustainability-related disclosures in the financial services sector*) e inteso come un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, qualora si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento<sup>35</sup>.

In quanto rischio, la sostenibilità non finanziaria non può dunque che rientrare nel raggio di operatività della gestione "prudente" e ciò, si ripete, non già per motivi "altri" (o "altruistici"), quanto piuttosto nell'ottica di adeguata mitigazione e gestione delle esternalità negative derivanti dal mercato e dalla sua ipotetica evolu-

---

<sup>34</sup> Sul punto, per tutti, si veda SACCO GINEVRI, *Il problema dell'interesse sociale nelle banche*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2017, 1550 ss.

<sup>35</sup> E sul punto non si scordi anche l'EBA, *Report on management and supervision of ESG risks*, cit.

zione (insostenibile)<sup>36</sup>. Il tutto, tenendo altresì conto dell'interesse che, ad esempio, il cambiamento climatico riveste per l'attività delle banche centrali e per la rispettiva identità nel medio-lungo periodo<sup>37</sup>.

Da quanto precede derivano ulteriori corollari di stampo macro-pubblicistico e micro-privatistico.

Pur a fronte della centralità del primo profilo – che, come evidenziato in dottrina, correttamente potrebbe portare alla costruzione di un nuovo pilastro regolamentare<sup>38</sup> – vorrei in chiusura soffermarmi sul secondo tema, interrogandomi, in breve, sul rapporto intercorrente tra ESG e *governance* delle banche.

5. A questo punto del discorso è possibile affermare che:

(i) la sostenibilità non finanziaria (con correlata realizzazione di obiettivi ESG) è regola di condotta in capo agli operatori;

(ii) la sostenibilità non finanziaria (con correlata realizzazione di obiettivi ESG), in quanto rischio (tra l'altro, con risvolti ormai anche reputazionali!), rientra nell'operatività del concetto di "sana e prudente gestione", conseguentemente:

(a) imponendo all'organo di supervisione strategica e all'organo di gestione delle banche di tenere in debita considerazione anche il profilo in esame nell'ambito delle rispettive attività, sia se compiute verso l'esterno, sia se disposte verso l'interno (ad es. adeguatezza degli assetti organizzativi);

(b) richiedendo all'organo di controllo delle banche di verificare anche il rispetto di quanto precede; il tutto, altresì, nell'ottica dell'attivazione del flusso informativo a favore della Banca d'Italia di cui all'art. 52 TUB<sup>39</sup>;

---

<sup>36</sup> In argomento si veda anche RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi su rischio, fattori ESG e corporate governance nelle banche*, in corso di pubblicazione su questa Rivista, 2022, 1.

<sup>37</sup> Sul punto cfr. SEPE, *op. cit.*, 81.

<sup>38</sup> Così SEPE, *op. ult. cit.*

<sup>39</sup> Ai sensi del quale, come noto, l'organo di controllo "informa senza indugio la Banca d'Italia di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano

(iii) la sostenibilità non finanziaria, di diritto e di fatto, conduce a un rinvigorismento dell'intervento esterno dell'Autorità di Vigilanza nei confronti degli *interna corporis* della società, peraltro con potenziale limitazione del principio della discrezionalità gestoria in capo agli amministratori delle stesse (v. *infra*).

Il quadro che ne deriva dimostra dunque, nel complesso, l'impatto evidente che il tema della sostenibilità e, più in particolare ad oggi, quello collegato del *climate change*<sup>40</sup>, hanno in relazione al governo societario delle banche. Entrambi i profili, infatti, toccano punti di indiscussa centralità per la struttura e per l'operatività bancaria. Tra questi, vorrei ancora soffermarmi su quelli legati (i) alla nomina e alla "preparazione" del c.d.a.; (ii) alla relativa remunerazione; (iii) alla predisposizione di assetti organizzativi adeguati ed efficienti; (iv) al principio della discrezionalità gestoria.

Orbene, andando con ordine, è nota l'attenzione che la Banca d'Italia ripone sull'organo con funzione di supervisione strategica, ora depositario anche di specifiche competenze in tema ESG. Sul punto non va infatti dimenticato che l'attuale formulazione della Circolare 285 del 2013, recante "Disposizioni di vigilanza per le banche"<sup>41</sup>, richiede all'organo in parola di tenere in considerazione, nella predisposizione delle proprie strategie aziendali, determinati profili, tra i quali vi sono "*iv) gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ambientali,*

---

*costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria*".

<sup>40</sup> Interessante, sul punto, il recente approfondimento OCSE, *Climate Change and Corporate Governance*, 2022, reperibile sul relativo sito istituzionale. In generale sui riflessi dei fattori ESG sull'impresa cfr., per tutti, ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa*, Bologna, 2021.

<sup>41</sup> Per completezza di indagine si segnala che tra gli interventi rilevanti dell'Autorità di Vigilanza vanno annoverati: (i) la Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 (Istruzioni di vigilanza per le banche); le (ii) "*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*", emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 – contemplate ed integrate dal documento denominato "*Applicazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*", emanato dalla nostra Banca Centrale l'11 gennaio 2012 –; la (iii) Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, recante "*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*", s.m.i.; nonché la citata (iv) Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, intitolata "*Disposizioni di vigilanza per le banche*" s.m.i.

*sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali”<sup>42</sup>.*

Una tale richiesta, si noti, è supportata altresì dalle sopra indicate Aspettative che, in verità dimostrando un certo grado di coerenza, affermano che “*L’organo di amministrazione degli intermediari svolge un ruolo attivo di indirizzo e governo nell’integrare i rischi climatici e ambientali nella cultura e nella strategia aziendale nonché nel risk appetite framework aziendale (ove previsto) e nei limiti di rischio dei portafogli gestiti, declinando in modo coerente le principali policy aziendali e l’adattamento dei sistemi organizzativi e gestionali. In tale ottica l’organo di amministrazione approva un appropriato piano di iniziative*” (Aspettativa 1).

Premessa di quanto precede è, in particolare, la presenza nel *board* bancario di figure dotate di adeguata competenza, di una chiara distinzione di ruoli e responsabilità e di un efficiente scambio informativo.

Elementi, questi, che vengono assicurati e si traducono, quindi, (i) in un’attenta disamina e verifica del “*carattere fit and proper*”<sup>43</sup> dei candidati consiglieri, da effettuarsi *ex ante* in fase di individuazione e presentazione degli stessi (ad es. in caso di liste) ed *ex post* in fase di autovalutazione<sup>44</sup>, nonché (ii) in una più analitica strutturazione dei meccanismi interni ad un c.d.a., nel quale risulta essere “*cosa buona e giusta*” la previsione di un comitato *ad hoc* in tema ESG, con funzioni consultive, istruttorie e propositive<sup>45</sup>.

Uguale attenzione, poi, è posta al tema dell’informazione (che non deve essere confuso con quello, altrettanto importante, del “*dialogo*” sui temi in esame,

---

<sup>42</sup> Si veda, sul punto, la Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.1.10.

<sup>43</sup> Ed in merito si ricordino, a livello nazionale, le recenti *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell’idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, pubblicate dalla Banca d’Italia in data 5 maggio 2021.

<sup>44</sup> In argomento cfr. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca impr. e soc.*, 2022, 3 ss.

<sup>45</sup> Fermo restando poi, nel concreto, il problema circa la corretta allocazione di responsabilità in caso di comitati poi nei fatti esecutivi o “para-esecutivi”. In argomento cfr. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo*, op. cit.

esterno ed interno all'assemblea<sup>46</sup>), da intendersi tanto come endo-consiliare (anche ai fini dell'ultimo comma dell'art. 2381 c.c. e della responsabilità di cui all'art. 2392 c.c.), quanto, e più in generale, come endo-societaria e, cioè, ispiratrice di quei flussi che, solo attraverso assetti organizzativi adeguati, possono confermare un rapido ed efficiente smistamento di informazioni tra funzioni aziendali e organi della società.

L'attenzione riposta dall'attività gestoria alla sostenibilità non finanziaria e ai fattori ambientali, sociali e di *governance* è, peraltro, assicurata da un crescente ricorso a quei meccanismi di remunerazione e incentivazione che, per il diritto delle società, sono un metodo di mitigazione del rischio di agenzia<sup>47</sup> e che, agli occhi del regolatore, sono altresì chiave di volta di un sistema competitivo ed efficiente.

In merito, va infatti ricordato che la richiesta regolamentare mossa dall'Autorità di Vigilanza di stabilire sistemi retributivi coerenti *“con gli obiettivi e i valori aziendali, ivi inclusi gli obiettivi di finanza sostenibile che tengono conto, tra l'altro, dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), e con le strategie di lungo periodo e le politiche di prudente gestione del rischio della banca, ivi comprese le strategie di monitoraggio e gestione dei crediti deteriorati, coerentemente con quanto definito nell'ambito delle disposizioni sul processo di controllo prudenziale”*<sup>48</sup> assume ruolo centrale nell'indirizzo delle politiche di un *management* che, in forza di quanto sopra esposto, troverà un evidente disincentivo a compiere operazioni *short-term* (e sul punto si veda anche l'art. 123-ter TUF), di contro privilegiando investimenti di medio-lungo termine, secondo un auspicato allineamento di interessi tra mercati, amministratori, società e soci, in linea teorica tanto complesso quanto

---

<sup>46</sup> In argomento si vedano, *ex multis* e per un inquadramento, ALVARO, MAUGERI e STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Consob, Quaderno Giuridico 19/2019*, reperibile qui: [https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset\\_publisher/pWAo8NvjOZ1/content/qg19/11973](https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-qg/-/asset_publisher/pWAo8NvjOZ1/content/qg19/11973).

<sup>47</sup> Come punto di riferimento si prenda KRAAKMAN et AL., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.

<sup>48</sup> Si veda, sul punto, la Circolare 285/2013, Parte Prima.IV.2.6.

capace di azzerare eventuali asimmetrie e conseguenti esternalità.

Con riferimento, infine, al tema della discrezionalità gestoria, non si può che concordare con quanto discusso e affermato nel corso del Convegno sull'isola di Capri: la *Business Judgment Rule* (BJR) è principio cardine che mira a proteggere gli amministratori nel loro operato nei confronti di possibili azioni di responsabilità e salvo il caso di operazioni manifestamente irrazionali.

Ora, fermo restando quanto precede, anche a fronte delle citate incursioni della giurisprudenza nei confronti di gestioni non attente alle ragioni degli *stakeholders*<sup>49</sup> e a un'oggettiva difficoltà di richiamare la protezione sopra indicata (BJR) in un quadro tanto tecnico quanto variegato, una criticità pare tuttavia scorgersi all'orizzonte: quella consistente in un possibile allargamento delle ipotesi di responsabilità gestoria legate a fattori ESG ad oggi non chiaramente definiti.

La responsabilità degli amministratori, in altri termini, rischierebbe non solo di rinvigorirsi in caso di mancata *compliance* alle "richieste" regolamentari sopra sinteticamente elencate (con conseguente responsabilità sanzionatoria), ma anzi potrebbe riguardare tutti quei casi in cui – nell' (direi) inevitabile *trade-off* tra interessi diversi (chi e quanto privilegiare tra azionisti e terzi e tra i diversi terzi? Quale finalità è meglio realizzare tra E, S o G? ecc.) e a fronte di oggettive difficoltà di "calcolo" (c.d. "*rating disagreement*") – la valutazione dei *goals* da realizzare possa apparire, in un secondo tempo, ingiustificatamente (e civilisticamente) lesiva di una delle molteplici – e potenzialmente indefinite – posizioni in gioco.

Situazione, questa descritta, dunque particolarmente critica se rapportata all'interno di un c.d.a. bancario in cui, al di là delle già note questioni problematiche circa la responsabilità degli amministratori non esecutivi, sempre meno chiaro sembrerebbe essere, per l'amministratore "Arlecchino"<sup>50</sup>, il "padrone" cui fare riferi-

---

<sup>49</sup> In argomento si veda, *inter alia* e per un utile inquadramento, ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto del 18 marzo 2021.

<sup>50</sup> Riferimento letterario, questo, più volte utilizzato con lungimiranza da SACCO GINEVRI, in ultimo nel corso del Convegno di Pisa, "*L'ecosistema del mercato europeo tra diritto e*



mento (soci, Banca d'Italia o altri *stakeholders*?).

6. In conclusione, è necessario dialogare con due quesiti che, posti in modo lungimirante<sup>51</sup>, toccano altrettanti punti nodali della materia: (i) se la sostenibilità non finanziaria e l'ESG, a "conti fatti", siano capaci di divenire criterio moderatore del "fine di lucro" e (ii) se l'attuale *trend* sostenibile in commento possa avere – e, nel caso, di che tipo – conseguenze di natura concorrenziale.

Orbene, volendo limitarsi ad un cenno conclusivo – e posta la complessità di due questioni che, da sole, implicherebbero di sicuro più approfondite attività di ricerca e redazione – ritengo che la sostenibilità non finanziaria e la portata del fenomeno ESG siano non già preludio ad un affievolimento del fine di lucro, quanto piuttosto un elemento che conferma la centralità del raggiungimento del fine medesimo, tuttavia tramite mezzi innovativi, capaci per quantità e complessità di dare risposte anche ad esigenze "terze". Ciò realizzando, in altri termini e in estrema sintesi, non l'abbandono del mercato, ma la creazione di un mercato nuovo.

Quanto precede, almeno fino a che – come detto – nell'ordinamento nazionale non vengano introdotte variazioni tali da modificare la *golden rule* del diritto imprenditoriale (e, cioè, la divisione degli utili tra i soci) codificata, come noto, dall'art. 2247 c.c.

Con riferimento, invece, al secondo tema, pare corretto prevedere, anche sulla base di un'analisi empirica del mondo che già ci circonda, una spinta concorrenziale "anomala", che porterà il confronto tra diversi attori del mercato a svolgersi non solo più sul contenuto stesso del servizio o del prodotto, bensì anche (e ancor più) sulle modalità con cui gli stessi sono "creati" ed offerti al pubblico.

Spinta, parrebbe potersi dire, virtuosa ma anche pericolosa: e ciò poiché, (i)

---

*innovazione*", del 24 giugno 2022, in particolare in occasione dell'intervento "*Responsabilità sociale d'impresa e assetti organizzativi*".

<sup>51</sup> Il riferimento è all'intervento che, nel corso del Convegno qui in commento, CAPRIGLIONE ha offerto in chiusura alla relazione di SACCO GINEVRI.

capace di arrecare uno svantaggio competitivo, almeno iniziale, a imprese operanti su territori caratterizzati da normative più rigide (e, dunque, costose) in punto sostenibilità non finanziaria; (ii) forse incline a incentivare comportamenti abusivi (leggasi *greenwashing*); e (iii) anche idonea ad “importare” nel diritto logiche di stampo etico che, a ben vedere, attengono in realtà a tutt’altro campo di gioco.

In conclusione e in altri termini: il cammino è ancora lungo ma, certamente, il “dado” della sostenibilità è ormai tratto e le relative conseguenze, in punto *governance* e non solo, sono ben visibili.

E ciò, almeno con riferimento ai mercati finanziario e bancario (ma non si scordi la centralità anche del settore assicurativo) che del cambiamento dell’economia reale (ad oggi forse lasciata eccessivamente a margine dei discorsi sulla sostenibilità non finanziaria) sono e saranno i motori e, cioè, i veri finanziatori.

**Federico Riganti**

*Ricercatore di Diritto dell’economia  
nell’Università degli Studi di Torino*

## GLI AIUTI DI STATO AL SETTORE BANCARIO DOPO DUE CRISI \*

*(State Aid to the Banking sector after two crisis)*

**ABSTRACT:** *This work aims to investigate the suitability of the current European disciplinary framework in the field of State Aid to the financial sector, in the context of the most recent economic crises. It seems that European Commission is adopting a more flexible interpretation of the criteria for granting State aid. Hence, the opportunity to evaluate the introduction of forecasts capable of determining suitable flexibility criteria in the field of State Aid.*

**SOMMARIO:** 1. La disciplina in materia di aiuti di Stato in tempo di crisi. – 2. L'esigenza di flessibilità nell'interpretazione della normativa di riferimento. - 3. Considerazioni conclusive.

1. Come è noto, la disciplina in materia di aiuti concessi dagli Stati alle imprese è contenuta negli artt. 107 e seguenti del TFUE, nei quali si rinvencono le prescrizioni volte a circoscrivere le ipotesi di attribuzioni di risorse pubbliche che, in qualsiasi forma, abbiano la finalità di falsare (o minacciare di falsare) la concorrenza<sup>1</sup>. Significativo, al riguardo, è il ruolo ricoperto dalla Commissione europea che, unitamente al Consiglio, è tenuta a verificare la compatibilità, con il mercato interno, delle concessioni elargite dalle Autorità pubbliche, donde il potere ad essa attribuito di sopprimere ovvero di modificare l'aiuto conferito<sup>2</sup>.

L'art. 107 TFUE ha altresì espressamente contemplato l'eccezionale possibilità che lo Stato intervenga, in predefinite circostanze, a sostegno delle imprese col-

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

<sup>1</sup> Cfr. per tutti TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2012, p. 807. Sul principio generale di incompatibilità degli aiuti di Stato con il mercato interno, cfr. *ex multis*, DANIELE (con la collaborazione di AMADEO, BIAGIONI, CISOTTA, SCHEPISI, SPITALERI), *Il diritto del Mercato Unico Europeo e dello Spazio di Libertà Sicurezza e Giustizia*, Milano, 2019, p. 377 ss.

<sup>2</sup> Cfr. ROSSANO, *Gli aiuti di stato alle banche e le ritrazioni della commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 1/2016, p. 14.

pite da eventi nefasti, i quali abbiano significativamente inciso sull'andamento della propria economia generale. Assumono particolare rilievo, sul punto, le disposizioni di cui all'art. 107 par. 2 lett. b) e par. 3 lett. b) TFUE, che indicano le condizioni in presenza delle quali gli interventi statali devono (o possono) essere considerati compatibili con il mercato interno. Ci si riferisce, dunque, agli aiuti destinati ad ovviare ai danni arrecati da calamità naturali o da altre circostanze particolari, nonché a quelli volti a porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia.

A ben vedere, la giurisprudenza europea ha accolto, a lungo, un'interpretazione particolarmente restrittiva di tali ipotesi eccezionali<sup>3</sup>, ritenendo che l'applicazione del par. 3 lett. b) dell'art. 107 TFUE dovesse riguardare solo specifici casi<sup>4</sup>, dotati di peculiari profili di rilievo macroeconomico<sup>5</sup>. Infatti, in occasione dei noti eventi di crisi degli anni 2007 e seguenti<sup>6</sup>, la Commissione UE ha rinvenuto

---

<sup>3</sup> In giur. cfr. *ex multis* Trib., 15 dicembre 1999, cause riunite T-132/96 e T-143/96, *Freistaat Sachsen e Volkswagen AG e Volkswagen Sachsen GmbH c. Commissione*, con riferimento alle quali, il Tribunale ha ritenuto che, per configurarsi come grave, il *turbamento* di cui all'art. 107 par. 3 lett. b) TFUE deve colpire la totalità o una parte importante dell'economia dello Stato membro interessato e non solo quella di una delle sue regioni o parte del territorio; nello stesso senso, Corte Giust., 30 settembre 2003, causa C-301/96, *Germania c. Commissione*, in part. cfr. p.to 66.

In dottr., cfr. per tutti BIONDI, EECKHOUT, FLYNN, *The Law of State Aid in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2004.

<sup>4</sup> In tal senso, cfr. Decisione 88/167/CEE della Commissione UE del 7 ottobre 1987, nella quale la Commissione aveva ritenuto applicabile l'art. 107 par. 3 lett. b) TFUE agli aiuti concessi alla Grecia in favore del settore industriale.

Per un approfondimento sull'argomento in dottrina, cfr. FERRARO, *L'evoluzione della politica sugli aiuti di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria*, in Riv. D.U.E. n. 2/2010, p. 335 ss.

<sup>5</sup> In tal senso, cfr. LO SCHIAVO, *The Impact of the EU Crisis-Related Framework on State Aids to Financial Institutions: From Past Practice to Future Prospects*, in Riv. *The Competition Law Review*, n. 2/2013.

<sup>6</sup> Prima della crisi finanziaria del 2008, la Commissione UE si era mostrata particolarmente rigorosa nell'applicare il divieto di aiuti di Stato e le applicazioni della deroga prevista dall'art. 107 TFUE erano state pochissime. Cfr. BIONDI, EECKHOUT, FLYNN, *The Law of State Aid in the European Union*, Oxford, 2004. In giur., invece, cfr. le già citate sentenze Tribunale, 15 dicembre 1999, cause T-132/96 e T-143/96, *Freistaat Sachsen, Volkswagen AG e Volkswagen Sachsen GmbH c. Commissione*, p. II-3663 ss., p.to 167.

Sulla revisione dell'orientamento restrittivo menzionato da parte della Commissione UE nel contesto della crisi finanziaria 2008-2013, cfr. altresì GIGLIO, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in Riv. *Mercato Concorrenza Regole*, 2009, p. 23 ss.

Con riguardo all'eventualità di crisi di singole banche, invece, fino ad ottobre 2008 la Commissione aveva largamente applicato l'eccezione prevista dall'art. 107 par. 3 lett. c) TFUE, secondo la quale "gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre

le circostanze *eccezionali* (in presenza delle quali, ai sensi del par. 11 della Comunicazione della Commissione UE del 13 ottobre 2008 (2008/C 270/02), l'intero funzionamento dei mercati finanziari sarebbe stato messo a repentaglio<sup>7</sup>), che avrebbero giustificato l'adozione di un quadro normativo derogatorio e temporaneo in materia<sup>8</sup>.

Invero, è stato fin da subito evidente il rischio derivante da un'interpretazione eccessivamente *elastica* della normativa sugli aiuti di Stato che, come ha sottolineato la dottrina<sup>9</sup>, avrebbe potuto favorire l'adozione di condotte improntate alla logica di *moral hazard* da parte degli enti beneficiari<sup>10</sup>; di qui, l'opportunità di subordinare l'efficacia degli interventi di sostegno pubblico al settore bancario alla condizione che gli istituti creditizi attuassero preventivamente specifiche misure di *condivisione degli oneri* da parte di azionisti e creditori (cd. *burden*

---

*che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse*». In tal senso, cfr. FEDERICO, *Crisi delle banche venete e "aiuti di Stato"*, in Riv. *Questione giustizia* n. 3/2017, p. 212.

<sup>7</sup> Cfr. Commissione europea, *Comunicazione sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale*, (2008/C 270/02) del 25 ottobre 2008, p.to 11.

<sup>8</sup> Ci si riferisce, in dettaglio, alla Comunicazione *sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale*, (2008/C 270/02) del 13 ottobre 2008, GUUE C 270, del 25 ottobre 2008, p. 8 ss. (cd. *Banking Communication*); alla Comunicazione *sulla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza* (2009/C 10/03) del 5 dicembre 2008, (cd. *Recapitalization Communication*); alla Comunicazione *sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario* (2009/C 72/01), del 25 febbraio 2009 (cd. *Impaired Assets Communication*); alla Comunicazione *sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato*, del 23 luglio 2009 (cd. *Bank restructuring Communication*) e alle successive Comunicazioni integrative e di proroga, sino alla Comunicazione del 2013 *relativa all'applicazione, dall'1.8.2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria* (2013/C 216/01) (cd. *Comunicazione sul settore bancario*).

<sup>9</sup> Cfr. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, UTET, 2017, p. 41.

<sup>10</sup> Cfr. sul punto quanto affermato dalla Commissione UE nella *Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 10 agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria* («*La comunicazione sul settore bancario*») (2013/C 216/01), (cd. *Comunicazione sul settore bancario*), par. 18. In dottr., cfr. M. BEBLAVÝ, D. COBHAM, L. ÓDOR, *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2011, pp. 244 e ss.

*sharing*), i quali avevano confidato sulla solidità dell'ente creditizio in crisi. Orienta in tal senso, in particolare, quando disposto dalla Comunicazione del 2013 (cd. "Comunicazione sul settore bancario") che, con l'obiettivo di contemperare i diversi interessi dei soggetti coinvolti nelle fattispecie in discorso, definisce apposite modalità di coinvolgimento dei privati nel risanamento delle banche in difficoltà<sup>11</sup>.

Chiaro è il proposito della Commissione di predisporre un quadro normativo ben definito in materia al fine di consentire agli istituti creditizi di *sostentarsi* soltanto con i propri mezzi, limitando il ricorso ad un sistema di *assistenza continua*<sup>12</sup>. A tal fine, l'impianto disciplinare così delineato nei tratti essenziali appare coerente con quello successivamente tracciato dalla Direttiva 2014/59/UE (cd. BRRD)<sup>13</sup>, la quale, come è noto, ha introdotto una puntuale disciplina sulla gestione delle crisi bancarie.

2. Ciò posto, la Commissione UE, al fine di contrastare gli effetti negativi pro-

---

<sup>11</sup> In seguito all'aggravamento progressivo della crisi finanziaria, infatti, la Commissione UE ha sostituito la *Banking Communication* del 2008 con la citata Comunicazione sul settore bancario, attraverso la quale ha ricondotto il regime degli aiuti di stato su un percorso di maggiore rigore, di fatto modificando ed integrando tutte le precedenti Comunicazioni. (cfr. in particolare i punti 15-20 ed i punti 21-24 della Comunicazione del 2013). In quest'ottica, essa ha rafforzato l'obbligo di preventiva condivisione degli oneri e ha stabilito una procedura permanente delle misure di ricapitalizzazione e di sostegno a fronte di attività deteriorate. In particolare, al fine di evitare deflussi di fondi, la Commissione UE ha introdotto norme sul riacquisto di strumenti ibridi e divieti di distribuire cedole e dividendi, senza tuttavia fissare *ex ante* delle soglie per i contributi propri o ulteriori condizioni. Sicché, i detentori di capitale ibrido e di debito subordinato, oltre agli azionisti, devono contribuire a ridurre la carenza di capitale nella misura massima possibile (punto 42), onde l'ulteriore effetto di evitare la concessione di aiuti prima che il capitale proprio, ibrido e di debito subordinato siano stati impiegati integralmente per compensare eventuali perdite (punto 44).

Per un approfondimento sulle misure rafforzate previste dalla Comunicazione del 2013, cfr. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. dir. pubbl. com.* n. 6/2014, p. 1350 s.

<sup>12</sup> In tal senso, cfr. il discorso dell'allora vicepresidente della Commissione UE e Commissario alla concorrenza Joaquin Almunia il quale, nel corso della conferenza stampa tenutasi a Bruxelles il 10 luglio 2013, dichiarava: "*Today's changes of the crisis rules are based on the good practices of the last years in dealing with bank bail-outs and restructuring. In particular, bank owners and junior creditors will need to contribute before any more taxpayers' money is spent on bank bail-outs. This will level the playing field between similar banks located in different Member States and reduce financial market fragmentation. Moreover, banks that ask for a recapitalisation will need to present a sound restructuring plan. This will lead to swifter and more efficient restructuring*".

<sup>13</sup> Ci si riferisce alla Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. (cd. BRRD).

dotti sul piano economico dai recenti e noti eventi di crisi, ha ritenuto sussistenti i presupposti che giustificano la deroga al *framework* normativo di riferimento in materia. In particolare, la menzionata Autorità europea ha considerato la pandemia tutt'ora in corso, nonché gli episodi bellici in atto in Ucraina, accadimenti tali da motivare l'applicazione di una disciplina speciale, così come avvenne in occasione della crisi finanziaria degli anni 2007 e seguenti. Conseguenza di un simile approccio meno *rigido* rispetto a quello adottato in condizioni *ordinarie*, è stata la disapplicazione del meccanismo del cd. *burden sharing* e dunque della procedura di *condizione degli oneri* da parte di talune categorie di creditori dell'ente bisognoso di sostegno. Vengono in rilievo sul punto le Comunicazioni del 2020<sup>14</sup> e del 2022<sup>15</sup> (quest'ultima denominata *Temporary Crisis Framework*), adottate rispettivamente in risposta alle crisi economiche derivante dalla pandemia e dal conflitto russo-ucraino.

Si è in presenza di provvedimenti che, ispirati a principi elaborati dalla Commissione in epoca passata, confermano l'ampia discrezionalità riconosciuta dalla normativa alla citata Istituzione europea nell'autorizzare le misure di sostegno pubblico alle banche<sup>16</sup>. Quest'ultima, infatti, ha estesi margini valutativi nella verifica delle condizioni in presenza delle quali può trovare applicazione la fattispecie contemplata nel paragrafo n. 45 della Comunicazione del 2013; ipotesi che ammette deroghe alla disciplina generale se l'attuazione delle misure *ordinarie* possa mettere

---

<sup>14</sup> Ci si riferisce alla Comunicazione della Commissione UE intitolata *Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak* (COM (2020) 1863 final) del 19 marzo 2020 (cd. *Temporary Framework*).

<sup>15</sup> Ci si riferisce alla Comunicazione della Commissione UE intitolata *Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina* (2022/C 131 I/01), del 24 marzo 2022 (cd. *Temporary Crisis Framework*).

<sup>16</sup> Come riconosciuto dalla giurisprudenza, la discrezionalità della Commissione riguarda non solo valutazioni di carattere tecnico, ma anche di opportunità sotto il profilo economico e sociale. In giur., cfr. Corte Giust., 11 settembre 2008, cause riunite C-75/05 P e C-80/05 P, *Germania e a. c. Kronofrance*, ECLI:EU:C:2008:482, punto 59; Corte giust., 8 marzo 2016, causa C-431/14 P, *Grecia c. Commissione*, ECLI:EU:C:2016:145, punto 68.



in pericolo «la stabilità finanziaria» o determinare «risultati sproporzionati»<sup>17</sup>.

Confermano l'assunto in base al quale la Commissione europea ha eccessiva discrezionalità in materia, le misure adottate in occasione della crisi pandemica che, giustificate da analoghe esigenze emergenziali, avrebbero forse potuto trovare fondamento nella medesima base giuridica. Di contro, occorre far presente che la scelta di ricondurre gli "*eventi eccezionali*" alle fattispecie di cui art. 107 par. 2 lett. b) piuttosto che a quelle di cui al par. 3 del medesimo articolo sono dipese da circostanze indipendenti da valutazioni prettamente tecniche, essendo state motivate da ragioni opportunistiche dettate dal più ampio spazio di manovra che quest'ultima disposizione offre alla Autorità competente in materia<sup>18</sup>.

Tale equivoca interpretazione della normativa è alla base delle recenti Comunicazioni del 2020 e del 2022 adottate a favore di banche in difficoltà, le quali vengono sottratte alla disciplina generale se bisognose di "*sostegno finanziario pubblico straordinario*", necessario per rimediare agli effetti negativi derivanti dai noti eventi di crisi. In particolare, la Commissione UE, nella Comunicazione del 2020, ha fatto espresso ricorso all'eccezione prevista dal par. 3, lett. b), dell'art. 107 TFUE per giustificare gli interventi preordinati a ripristinare la solidità, liquidità o solvibilità dell'ente creditizio "*sotto forma di liquidità, ricapitalizzazione o di misure per le attività deteriorate*"<sup>19</sup>. In presenza di condizioni eccezionali<sup>20</sup>, pertanto, l'ente creditizio destinatario del supporto pubblico non deve essere considerato in dissesto o a rischio di dissesto, contrariamente a quanto prevede, in via generale, la BRRD (art.

---

<sup>17</sup> In arg., cfr. MINTO, *Il rilassamento delle regole europee sugli aiuti di Stato nell'attuale pandemia da CoViD-19 (ben tornato, Bail-Out?)*, in *Riv. Nuova giur. civ. comm.*, suppl. al n. 5/2020, p. 17, il quale ha sottolineato come, nel contesto della crisi economica derivante dalla pandemia da Covid-19, l'emergenza non giustifichi comunque la reintroduzione del "famigerato" *bail-out*, contro il quale le istituzioni europee si sono strenuamente battute.

<sup>18</sup> Cfr. SCHEPISI, *Aiuti di Stato ... o aiuti tra Stati? Dal Temporary Framework al Recovery Plan nel "comune interesse europeo"* in *Riv. della regolazione dei mercati*, n. 1/2021, p. 120 ss.

<sup>19</sup> Cfr. il Quadro Temporaneo, Sez. 1.1, punto 7.

<sup>20</sup> Ci si riferisce a quanto previsto in materia dalla citata Direttiva 2014/59/UE del 15 maggio 2014 (cd. BRRD).



32)<sup>21</sup>.

Analogamente, la Comunicazione del 2022 consente un'eccezionale disapplicazione del medesimo principio di preventiva condivisione degli oneri, allorquando l'aiuto di Stato venga adottato "...per affrontare problemi legati all'aggressione della Russia contro l'Ucraina"<sup>22</sup>.

Se ne deduce, dunque, la necessità di valutare, di volta in volta, se l'attuazione del principio del *burden sharing* possa o meno mettere a repentaglio la stabilità dell'intero sistema finanziario; verifica quest'ultima che, tuttavia, crea situazioni di incertezza interpretativa dovute al pericolo di considerare vicende concrete, profondamente differenti sotto il profilo ontologico, alla medesima stregua.

3. Alla luce di quanto si è detto, ci si deve interrogare sull'ampiezza dei poteri riconosciuti in materia alla Commissione UE e con riguardo alla vincolatività delle Comunicazioni adottate dalla medesima in contesti non caratterizzati da specifiche esigenze emergenziali. V'è da valutare l'opportunità di disapplicare il meccanismo del cd. *burden sharing* in circostanze ulteriori e meno drammatiche rispetto a quelle attuali che ovviamente richiedono di essere particolarmente attenzionate.

In tale logica, occorre considerare la convenienza di ricondurre nell'ambito degli eventi recanti un "*grave turbamento dell'economia*", vicende che, pur non

---

<sup>21</sup> Cfr. la Comunicazione sul settore bancario del 2013 (2013/C 216/01) la quale, ai punti 15 -20, afferma che il sostegno statale dovrebbe essere concesso a condizioni che vi sia un'adeguata condivisione degli oneri da parte di coloro che hanno investito nella banca (punto 15): prima di concedere ad una banca qualsiasi tipo di aiuto alla ristrutturazione, in altre parole, dovrebbero essere esaurite tutte le misure che generano capitale, tra cui la conversione del debito di rango inferiore, a condizione che siano rispettati i diritti fondamentali e non sia messa a rischio la stabilità finanziaria. Poiché qualsiasi aiuto alla ristrutturazione è necessario per impedire l'eventuale fallimento disordinato di una banca, per ridurre gli aiuti al minimo necessario le misure di ripartizione degli oneri devono essere rispettate a prescindere dalla solvibilità iniziale della banca. Prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno pertanto garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi (punto 19).

<sup>22</sup> Per un primo commento sul *Temporary Crisis Framework* adottato per arginare le conseguenze del conflitto russo-ucraino, cfr. PREVIATELLO, *Crisi ucraina e nuovo Quadro temporaneo in materia di aiuti di Stato*, in Riv. *Eurojus*, n. 2/2022, p. 87 ss.

producendo effetti negativi sul piano economico generale, possano ciononostante determinare conseguenze avverse in specifici settori del mercato e con riferimento ad alcune realtà aziendali.

Va da sé che tale possibile esito impone una rivisitazione del quadro disciplinare predisposto in materia di aiuti di Stato ovvero l'adozione di interventi non pienamente rispondenti ai canoni interpretativi forniti dalla Commissione europea. Ciò sul presupposto che, come ha chiarito la Corte di giustizia, gli strumenti di *soft law* non producono effetti vincolanti nei confronti degli Stati membri<sup>23</sup>, né nei riguardi della stessa Istituzione che li ha adottati<sup>24</sup>. Orienta in tal senso quanto è stato sostenuto dall'Avvocato generale nel noto caso *Kotnik*<sup>25</sup>, il quale, nelle proprie motivazioni, ha avuto modo di precisare che *“la Commissione non può considerare la condivisione degli oneri (...) condicio sine qua non per dichiarare gli aiuti pianificati a favore di una banca in difficoltà compatibili ai sensi dell'art. 107 par. 3 lett. b TFUE”*<sup>26</sup>. Se ne deduce la possibilità che gli Stati membri presentino all'Autorità europea competente progetti di intervento che richiedano l'impiego di risorse statali in deroga ai criteri predefiniti dalla Commissione nelle Comunicazioni sul settore

---

<sup>23</sup> La Corte di giustizia è stata chiamata a pronunciarsi su una domanda di rinvio pregiudiziale proposta dalla Corte costituzionale slovena in ordine al carattere vincolante della Comunicazione del 2013 (Causa C526/2016). In tale contesto, significative sono state le conclusioni dell'avvocato generale Nils Wahl, presentate il 18 febbraio 2016, il quale ha sostenuto che la predetta Comunicazione non costituisce un atto strettamente vincolante per gli Stati membri, che potrebbero pertanto potrebbero essere autorizzati a derogare al principio del *bail-in*.

<sup>24</sup> Cfr. PREVIATELLO, *Crisi ucraina e nuovo quadro temporaneo*, cit. p. 94.

<sup>25</sup> Ci si riferisce al caso *Kotnik e a.* (causa C-526/14), con sentenza del 19 luglio 2016 emessa dalla Grande Sezione della Corte di Giustizia UE, nella quale quest'ultima si è pronunciata, in via pregiudiziale, sulla conformità di alcune misure concernenti la condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei creditori subordinati degli istituti di credito con l'art. 105 par. 3 lett. b) TFUE, considerando compatibili con il mercato interno gli aiuti destinati a *«porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro»*. Nel caso di specie, tali misure consistevano nell'annullamento, parziale o totale, di determinate passività della banca e nella conversione, anch'essa parziale o totale, delle medesime passività in nuove azioni ordinarie della stessa banca.

<sup>26</sup> Per un commento sulla sentenza, cfr. FERRARO, *La risoluzione delle crisi bancarie e gli aiuti di Stato: alcune riflessioni sui principi delineati dalla recente giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, n. 6/2016, pp. 1591 ss.; ma anche RUCCIA, *Le crisi bancarie al vaglio della Corte di giustizia. Osservazioni sulla sentenza del 19 luglio 2016, Causa C-526/14, Tadej Kotnik e altri*, in *Riv. Eurojus.it*, pubblicato il 5 settembre 2016, p. 3.

bancario<sup>27</sup>.

In conclusione, può dirsi che il meccanismo del cd. *burden sharing* non deve rappresentare un criterio operativo cui la Commissione UE è tenuta a ricorrere ad ogni costo. Sicché, appare auspicabile in futuro che la medesima valuti con accuratezza la possibilità di adottare atteggiamenti meno rigidi rispetto al passato. A ben considerare, infatti, le deroghe ai piani interventistici *ordinari*, contenute nelle Comunicazioni in materia bancaria, non appaiono circoscrivere l'ambito applicativo della stessa alle sole fattispecie caratterizzate da straordinaria gravità. Ne consegue che, sia pure in circostanze specifiche e da definire con chiarezza, potrebbero essere considerati conformi al TFUE interventi pubblici a sostegno delle banche *slegati* dal *burden sharing* e, dunque, dal principio di condivisione degli oneri; ciò in considerazione del fatto che manca nelle norme del Trattato qualsivoglia previsione relativa a detta forma di interconnessione. Depone in tal senso, del resto, la stessa Comunicazione del 2013 che contiene soltanto una esortazione rivolta all'Autorità competente di far ricorso al meccanismo della condivisione degli oneri.

Al presente, non è possibile prevedere se e quando la Commissione detterà nuove linee guida in materia di aiuti di Stato al settore creditizio da attuare in condizioni di mercato *normali*. Si può ipotizzare che nella definizione delle stesse, alcuni spunti di riflessione potranno emergere dagli esiti delle consultazioni pubbliche avviate ad aprile di quest'anno e conclusesi soltanto di recente<sup>28</sup>. Sullo sfondo è av-

---

<sup>27</sup> A ben vedere, l'esigenza di maggiore *flessibilità* interpretativa della disciplina di riferimento in questa direzione era stata affermata, negli anni precedenti, sia dalla dottrina che dalla giurisprudenza europea. Cfr. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 1/2016, p. 1 ss.; LIBERATI, *op. cit.* In giur., cfr. Trib. UE, sent. del 12 novembre 2015, causa T-499/12 (caso *HSH Investment Holdings Coinvest-C Sàrl c/ Commissione UE*).

<sup>28</sup> Ci si riferisce alle Consultazioni lanciate dalla Commissione UE il 17 marzo 2022 sulla valutazione della disciplina in materia di aiuti di Stato per le banche in difficoltà, al fine di verificare se il regime ordinario in materia di aiuti di Stato sia risultato efficace nel tempo, con specifico riferimento alla capacità di: sostenere la ristrutturazione di enti creditizi in crisi e l'ordinata uscita dal mercato di quelli non redditizi; scoraggiare comportamenti improntati a moral hazard; attenuare distorsioni della concorrenza causate dalla concessione di aiuti di Stato. Per un approfondimento in

vertita l'esigenza di riscrivere le regole in materia avendo cura di garantire un equo contemperamento tra le esigenze di tutela del mercato e gli interessi privatistici dei soggetti chiamati a contribuire personalmente al risanamento degli istituti bancari.

**Claudia Marasco**

*Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

## SUPERVISIONE E CRISI:

### QUALI PROSPETTIVE PER LA GESTIONE COLLETTIVA \*

*(Supervision and Crisis: What Outlook for the Asset Management)*

**ABSTRACT:** *The financial industry is characterized by the surge of decentralized finance initiatives and artificial intelligence applications, as well as by the transition to a sustainable economic model. This scenario provides an opportunity to reflect on the significant role that the macro-prudential supervisors for the asset management industry (i.e., Bank of Italy and CONSOB, within their respective areas of responsibility) will be called upon to do in the coming years.*

*In this paper, we will analyse the approach of the supervisory authorities in controlling the new risks that are jeopardizing the financial markets (e.g. geopolitical, climate and cyber risks) which, although born outside of this industry, can significantly harm the regular functioning of the circulation of capital and the savings. We believe that, at this stage, the public intervention is geared to pursue interests – including environmental and social interests – that are separate from, and in addition to, the quintessential interests of financial stability and investor protection. In conclusion, we express the view that the supervisory authorities, following a strengthening of their regulatory and disciplinary powers, will be in charge of the ambitious task of supporting the economic growth and the collective asset management industry in a context of equity, inclusivity and sustainability, and while honoring the principle of sound and prudent management.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. L'evoluzione dell'attività di supervisione: la finanza decentralizzata (DeFi). - 3. (segue): Sistemi di intelligenza artificiale (IA) nella finanza. - 4. (segue): I fattori ESG e l'interesse alla sostenibilità. - 5. Considerazioni conclusive.

---

\*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

1. Nell'attuale scenario economico-finanziario si assiste ad una progressiva evoluzione dell'attività di supervisione sull'industria del risparmio gestito, con un rafforzamento delle competenze e dei poteri attribuiti alle autorità di vigilanza ai fini del perseguimento di finalità solidaristiche e di utilità sociale, oltretutto per la tutela degli investitori. In via di premessa, è indubbio come l'economia mondiale stia attraversando un periodo di forte incertezza scaturita dalle più recenti crisi – dapprima la crisi sanitaria connessa all'emergenza pandemica COVID-19, con un significativo arresto delle attività economiche, e da ultimo la crisi energetica a seguito dell'invasione dell'Ucraina ad opera della Russia, con forti ripercussioni sull'intera filiera manifatturiera e sugli scambi commerciali a livello internazionale. A ciò si aggiunga l'attuale contesto di alta inflazione con un aumento dei prezzi al consumo<sup>1</sup>, con il risultato di avere una scarsa equità sociale nell'accesso ai beni alimentari ed alle materie prime, e di elevata volatilità dei mercati azionari ed obbligazionari, dovuta principalmente alle attuali tensioni geopolitiche. Significativi sono, inoltre, gli effetti finanziari connessi al fenomeno del cambiamento climatico nonché le complesse sfide poste dall'innovazione tecnologica e dalla trasformazione digitale – con il ricorso a nuove iniziative di finanza decentralizzata (DeFi) o all'applicazione di sistemi di intelligenza artificiale (IA) nei processi operativi – che presentano tuttavia delle potenziali criticità sotto molteplici profili.

È indiscusso che gli enti creditizi e le imprese di investimento siano stati in grado di fronteggiare le crisi dell'ultimo biennio basandosi su condizioni patrimoniali e di liquidità nettamente migliori rispetto a quelle esistenti all'insorgere della crisi finanziaria sistemica degli anni 2007-2009 e della crisi europea dei debiti sovrani del 2011-2012. Si può sostenere che tale risultato sia stato conseguito grazie

---

<sup>1</sup> Si osserva che in economie avanzate, come quella statunitense, l'inflazione ha persino raggiunto un tasso dell'8.6% su base annua; <https://www.wsj.com/articles/us-inflation-consumer-price-index-may-2022-11654810079>.

all’emanazione ed attuazione delle più recenti regole prudenziali – come il Regolamento e la Direttiva sui requisiti di capitale (*Capital Requirements Regulation, CRR2*, e *Capital Requirements Directive, CRD5<sup>2</sup>*) – le quali hanno permesso di portare a compimento l’ambizioso progetto di “Basilea 3”, avviato oltre dieci anni fa, che consiste nel rafforzare la resilienza dell’intero sistema finanziario, aumentando la qualità e quantità del capitale di vigilanza ed introducendo presidi sui rischi di liquidità e di leva finanziaria, il tutto in un contesto di mercato unico europeo<sup>3</sup>. Nonostante l’impegno assolto dagli istituti di credito nel corso dell’ultimo decennio sia certamente lodevole ai fini della prevenzione di future crisi sistemiche, è auspicabile tuttavia in questo momento storico che l’intero sistema finanziario – nel quale lavorano operatori di tipo tradizionale e non – sia pronto a rispondere adeguatamente a potenziali *shock* di varia natura derivanti dalle più recenti crisi e dalle sfide future.

Sul piano operativo si avverte forte l’esigenza di intraprendere quanto prima gli interventi di investimento delineati nel Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) promosso dalla Commissione europea, con particolare riferimento a quei programmi legati all’innovazione digitale, alla transizione ecologica verso forme di approvvigionamento energetico più *green*, e all’inclusione e alla coesione sociale. A ciò si affianca sul piano giuridico la necessità di un nuovo intervento regolamentare volto a disciplinare i potenziali rischi correlati all’attuale sistema finanziario soggetto a significativi cambiamenti derivanti dallo sviluppo della tecnologia, dalle mutate necessità della clientela e dall’elevata incertezza che caratterizzano, oggi, l’economia e i mercati a livello mondiale<sup>4</sup>. Preme sottolineare che, come in passato,

---

<sup>2</sup> Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 e Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019.

<sup>3</sup> Per un bilancio sulle riforme attuate nell’ultimo decennio allo scopo di rafforzare il quadro patrimoniale degli istituti creditizi ed armonizzare i poteri e gli strumenti di vigilanza nel settore finanziario, v. TROIANO, *The evolving European regulatory framework of banking groups*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021.

<sup>4</sup> Il nuovo approccio dell’attività di vigilanza per il sistema bancario – che si ritiene possa essere esteso all’intero settore della gestione collettiva del risparmio – è stato enunciato in un recente

il compito principale affidato alla regolamentazione macro-prudenziale rimane pur sempre quello del contenimento e della gestione delle criticità. Orbene, nonostante rimanga invariata la funzione assolta dall'attività di supervisione, il presente contributo è volto a porre in luce come oggi l'attenzione della stessa debba essere indirizzata verso rischi di diversa natura rispetto a quelli posti al centro del dibattito regolamentare nel decennio passato<sup>5</sup>. La supervisione dovrà essere in grado di agire tempestivamente, a fronte dei mutamenti che sono già in atto e che producono effetti sui profili di rischio degli intermediari. Sarà necessario dunque coordinare gli strumenti di controllo che, basandosi sull'integrazione di competenze e risorse specializzate in diversi comparti, rafforzino il monitoraggio dei rischi e permettano di produrre risposte regolamentari e di supervisione più appropriate. Difatti, la regolamentazione del settore del risparmio gestito dovrà misurarsi con le criticità correlate alle sfide poste dalla finanza decentralizzata, dall'intelligenza artificiale e dai cambiamenti climatici, rischi quest'ultimi che non nascono all'interno del mercato finanziario – a differenza del rischio per antonomasia, che ha occupato la vigilanza prudenziale dell'ultimo decennio, rappresentato dalla stabilità finanziaria e dal corretto funzionamento dei mercati. Per poter giungere a tale conclusione, è doveroso dapprima soffermarsi su ciascuno dei principali cambiamenti in corso ponendo in risalto sotto quale profilo essi stiano contribuendo ad un'evoluzione dell'attività di supervisione sull'industria del risparmio gestito e della relativa regolamentazione prudenziale.

---

intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia; sul punto, SIANI, *Rischi e innovazione: l'approccio della Vigilanza*, Relazione al convegno "Supervision, Risks & Profitability" organizzato dall'Associazione Bancaria Italiana, 21 giugno 2022, secondo cui «la supervisione deve essere in grado di agire tempestivamente, a fronte di mutamenti che sono già in atto e producono ricadute sui profili di rischio degli intermediari. È necessario quindi adattare gli strumenti di controllo che, basandosi sull'integrazione di risorse specializzate in diversi comparti, rafforzino il monitoraggio dei rischi e permettano di scegliere le risposte regolamentari e di supervisione più appropriate.»

<sup>5</sup> CAPRIGLIONE, *The financial system towards a sustainable transition*, in *Law and Economics Yearly Review*, I, 2021, p. 11 ss..



2. Nel corso degli ultimi anni la digitalizzazione della finanza (*fintech*) ha reso possibile l'offerta e la commercializzazione di servizi finanziari all'interno di un ecosistema decentralizzato lanciando così una sfida al mondo dell'intermediazione finanziaria tradizionale<sup>6</sup>. Nonostante l'utilizzo di tecnologie decentralizzate (*distributed ledger technologies* o *DLT*) nel campo dei servizi finanziari abbia reso possibile lo scambio a distanza di prodotti e servizi finanziari legati a cripto-attività, non si può di certo sottovalutare l'accresciuta rilevanza assunta dalle tradizionali tipologie di rischio proprie del settore finanziario. Si pensi al rischio di liquidità che incide sulla stabilità e sul corretto funzionamento dei mercati, al rischio operativo, in presenza di una possibile interruzione della tecnologia *blockchain* per un determinato arco di tempo, ovvero al rischio di riciclaggio, per via delle difficoltà legate al tracciamento dei trasferimenti di criptovalute. Ma vi è di più. Ulteriori rischi, di diversa natura, risultano essere correlati alla finanza decentralizzata, quali il rischio cibernetico, connesso ai potenziali attacchi informatici alla rete, il rischio di *privacy*, legato alla corretta gestione e trattamento dei dati personali degli utenti, ovvero il rischio di frode, con un incremento degli illeciti commessi sulle piattaforme per la presenza di soggetti non regolati – e, dunque, non sottoposti a controlli, in maniera simile a quanto già avviene nel fenomeno del c.d. *shadow banking*. A ciò si aggiunga la dimensione transnazionale del DeFi che rende il foro competente e la legge applicabi-

---

<sup>6</sup> A livello globale il valore degli investimenti riconducibili all'ecosistema DeFi alla fine del 2021 è stato pari a circa cento miliardi di dollari, con una crescita di quattro volte rispetto all'anno precedente, v. PERRAZZELLI, *Investimenti per lo sviluppo del fintech: start-up, decentralizzazione, asset tokenization*, Intervento della Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia al 28 Congresso Annuale Assiom Forex, 11 febbraio 2022. Inoltre, secondo recenti stime della CONSOB, si registra a livello mondiale un notevole aumento dell'attività di fondi comuni dedicati all'investimento in cripto-attività che sarebbe passato da circa trentasei miliardi di dollari a fine 2020 a quasi settanta miliardi a marzo 2022; v. CONSOB, *Principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e criptoattività*, giugno 2022.

le di difficile individuazione<sup>7</sup>.

Le potenziali criticità connesse alla finanza decentralizzata hanno sollecitato l'attenzione dei regolatori interessati alla costruzione di un quadro normativo che tenga conto dell'innovazione tecnologica (c.d. *Digital Finance Package*)<sup>8</sup>. In ambito europeo, il legislatore è intervenuto innanzitutto con la proposta di regolamento MICAR<sup>9</sup> volta ad introdurre una disciplina armonizzata per l'emissione e l'offerta al pubblico di cripto-attività nonché per i relativi servizi (come la negoziazione ed il portafoglio digitale). Ha fatto seguito la proposta di regolamento del *Digital Operational Resilience Act (DORA)*<sup>10</sup> che prevede l'introduzione di presidi armonizzati allo scopo di aumentare la sicurezza e la resilienza operativa nel comparto della finanza digitale. Più di recente, è stato altresì approvato il regolamento che introduce un "regime pilota" per le infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia di registro distribuito DLT, compresa la *blockchain*, per la negoziazione di cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari<sup>11</sup>.

Alla luce del panorama normativo qui delineato, si è dell'avviso che la crescita del numero e della dimensione delle piattaforme di negoziazione nonché della platea dei partecipanti all'ecosistema finanziario accrescerà il perimetro della vigilanza, con un rafforzamento dell'*accountability* di tutti gli operatori di mercato le cui attività possano avere un impatto sulle attività oggetto di riserva, inclusi i forn-

---

<sup>7</sup> A tal riguardo, si riportano le considerazioni di TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, Relazione al convegno su "Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione", presso l'Università Sapienza, Roma, 4 dicembre 2017, secondo cui «l'innovazione di prodotto e di modelli innescata dal complessivo fenomeno del Fintech pone in tensione i confini tra intermediari emittenti e mercati sino a renderli evanescenti.»

<sup>8</sup> Sul punto, v. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, 15 giugno 2022.

<sup>9</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività (COM (2020) 593 final) del 24 settembre 2020.

<sup>10</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (COM (2020) 595 final) del 24 settembre 2020.

<sup>11</sup> Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, in vigore dal 23 marzo 2023.

tori di servizi tecnologici<sup>12</sup>. Orbene, in un contesto di crescita degli abusi di mercato, vi sarà un rinnovato impegno delle autorità di vigilanza nel prevenire, individuare e sanzionare le piattaforme *online* mediante le quali sono prestate abusivamente attività riservate, anche servendosi dell'aiuto offerto dai sistemi di intelligenza artificiale (su cui si veda *infra*) per rivelare in modo efficiente e tempestivo possibili manipolazioni<sup>13</sup>.

Al tempo stesso, tuttavia, risulta opportuno adattare le regole prescritte dalla disciplina di settore per i “veri e propri” intermediari vigilati e per le categorie tradizionali di intermediazione finanziaria ai diversi soggetti ed alle nuove attività *fintech* presenti sulle piattaforme virtuali, valorizzando gli elementi speciali della fattispecie e ricercando la disciplina del caso concreto. Ciò anche al fine di evitare un problema di concorrenza a discapito dei nuovi operatori di mercato, senza alcun effettivo vantaggio per la collettività ed il pubblico interesse<sup>14</sup>.

Si ritiene inoltre che, nel tentativo di affrontare una transizione ordinata verso il paradigma della tecno-finanza, un'area importante di intervento delle autorità di regolamentazione riguarderà la sensibilizzazione e la formazione degli operatori attivi nel mercato dei capitali (gestori, investitori, piccoli risparmiatori), anche allo

---

<sup>12</sup> Si veda in proposito LEMMA, *Intelligenza Artificiale e sistemi di controllo: quali prospettive regolamentari?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2 al fasc. n. 3, 2021, p. 341, il quale sostiene che la tutela del valori della persona, della libertà, della democrazia, dell'uguaglianza e dello Stato di diritto su cui si fonda il Trattato sull'Unione Europea impone un intervento pubblico delle autorità di supervisione volta a monitorare la produzione di *software* di intelligenza artificiale. A tal riguardo, viene sostenuto come «In un contesto proiettato verso l'impiego massivo dei sistemi di intelligenza artificiale, l'attenzione dovrà concentrarsi sul ruolo dei fornitori degli intermediari e, quindi, sul ruolo dei contratti che vengono conclusi tra questi ultimi e le imprese che sviluppano i sistemi in parola, in quanto tali contratti regolano il rapporto giuridico che la vigilanza dovrà risalire per arrivare alla fonte delle applicazioni che supportano lo svolgimento delle attività riservate, al fine di controllare che le opzioni poste a base dei relativi algoritmi siano in grado di assicurare quella sana e prudente gestione richiesta dai valori indicati in apertura di queste conclusioni.»

<sup>13</sup> Per un approfondimento sul tema dell'uso delle applicazioni di intelligenza artificiale nel comparto della gestione collettiva, v. §3.

<sup>14</sup> Sul tema, v. SCIARRONE ALIBRANDI, *Conclusioni*, in SCIARRONE ALIBRANDI *et alia*, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni Fintech*, Consob, n. 5, luglio 2019, p. 245.

scopo di evitare l'esclusione o la discriminazione degli utenti meno digitalizzati<sup>15</sup>. L'auspicio ulteriore è che le autorità di vigilanza improntino l'uso della tecnologia ad opera degli operatori delle piattaforme DeFi al principio di sostenibilità ambientale (su cui si veda *infra*)<sup>16</sup>, con l'intento di porre rimedio al consumo significativo di energia (elettrica) ad oggi associato alla tecnologia *blockchain*<sup>17</sup>.

3. Giova osservare come gli intermediari dell'*asset management* stiano progressivamente adottando sistemi caratterizzati da avanzati gradi di intelligenza artificiale all'interno dei propri processi operativi, se non addirittura in fase di adozione delle scelte strategiche di *business*. Solo per citare i principali esempi di applicazione dell'IA nel mondo del risparmio gestito, si pensi all'acquisizione di grandi quantità di dati (*big data*) ed all'analisi automatica di documenti, all'elaborazione di una serie di indicatori di anticipazione del rischio (c.d. *early warnings*), ovvero all'automazione nella gestione ottimale dei portafogli, nel *risk management*, o nella reportistica interna e/o verso gli investitori. A fronte di ciò è indubbio che l'innovazione tecnologica rappresentata dall'IA costituisca una grande opportunità per l'intero settore del risparmio gestito consentendo una maggiore efficienza nella gestione collettiva e nelle scelte degli investimenti, attraverso un'ottimizzazione dell'uso delle risorse ed una riduzione dei costi nell'esecuzione delle transazioni sul

---

<sup>15</sup> Sul punto, LENER, *Tecnologie e attività finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2019, p. 276, il quale precisa che l'approccio regolamentare deve porsi come scopo quello di «giungere a un sistema normativo in cui trasparenza, tutela informativa ed educazione finanziaria siano complementari; solo così potranno coniugarsi protezione e innovazione, senza che il timore nei confronti delle innovazioni prevalga e si traduca in una forma di protezionismo che, oggi, potrebbe assumere il senso di una battaglia di retrovia.» Per una riflessione sull'importanza di promuovere una maggiore educazione digitale degli investitori (c.d. *investor education*), v. SABBATELLI, *L'approccio tech al rischio assicurativo: quale etica?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al fasc. 3, 2021, p. 237.

<sup>16</sup> Per un approfondimento sul tema della sostenibilità nel settore della gestione collettiva, v. §4.

<sup>17</sup> In questo senso, MIGLIONICO, *Intelligenza Artificiale e cambiamenti climatici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al fasc. n. 3, 2021, p. 251, il quale auspica che lo sviluppo del *fintech* possa contribuire al perseguimento dell'obiettivo della sostenibilità climatica ed all'assolvimento di finalità etiche.

mercato dei capitali<sup>18</sup>.

Nonostante gli indiscussi vantaggi legati all'impiego di IA, persiste tuttavia il problema che le varie forme di intelligenza artificiale impiegate nel settore finanziario non risultano ad oggi sottoposte in maniera organica all'interno di una cornice normativa specializzata da parte del legislatore. Preme ricordare in questa sede come sia in corso di negoziazione una proposta di regolamento avanzata dalla Commissione europea volta a stabilire regole armonizzate sull'intelligenza artificiale, stabilendo che le autorità responsabili per la supervisione sulla normativa in materia di servizi finanziari, siano designate come autorità competenti per l'attuazione del regolamento in materia di sistemi di IA forniti da istituti finanziari sottoposti alla vigilanza prudenziale<sup>19</sup>.

Orbene, il tentativo da parte delle autorità di vigilanza di regolamentare il fenomeno dell'IA nel sistema finanziario risulta in questa fase storica ancora troppo frammentario. Non si può ritenere sufficiente, infatti, la sola presa d'atto da parte delle autorità competenti delle numerose implicazioni dell'innovazione tecnologica – si pensi ad una completa digitalizzazione dei processi organizzativi nel settore del risparmio gestito<sup>20</sup>. Esse sono altresì chiamate a ricoprire il ruolo di “autorità di sorveglianza della tecnologia”, sebbene non siano dotate delle competenze specifiche per svolgere quest'ulteriore compito. Invero, la sorveglianza del mercato digitale

---

<sup>18</sup> Sulle proporzioni dell'impiego di tecniche di intelligenza artificiale nell'*asset management*, v. IOSCO, *The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers. Final Report*, settembre 2021. In un recente rapporto realizzato dalla CONSOB in collaborazione con il *Comitato Digital Finance* dell'Assogestione, è emerso come sette su otto tra le società di gestione del risparmio di maggiori dimensioni in Italia (ossia appartenenti a gruppi che rappresentano oltre il 60% del risparmio gestito al primo trimestre 2022) facciano attualmente uso di sistemi di intelligenza artificiale al fine di sviluppare strategie di *management* innovative, mantenere la propria posizione competitiva ed incrementare l'efficienza operativa; v. LINCIANO, CAIVANO, COSTA, SOCCORSO, POLI, TROVATORE, *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, in Quaderni FinTech CONSOB, 9 giugno 2022.

<sup>19</sup> V. 80 considerando della Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (COM (2021) 206 final), del 21 aprile 2021.

<sup>20</sup> SEPE, *Innovazione tecnologica, Algoritmi e Intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3, 2021, p. 209.

non ha natura intrinsecamente prudenziale, dal momento che non viene perseguito l'obiettivo della stabilità finanziaria e della protezione degli investitori. Invero, l'attività di vigilanza sull'impiego dell'intelligenza artificiale nel mondo della finanza comporta la necessità di bilanciare le opportunità offerte dall'evoluzione tecnologica del mercato finanziario con gli innumerevoli rischi potenziali ad essa connessi che, in seconda battuta, possono ripercuotersi sulla stabilità dell'ordinamento finanziario<sup>21</sup>.

Si ravvisa, dunque, l'esigenza che l'intelligenza artificiale non sia usata a scapito di altri diritti ed interessi. Soltanto a titolo esemplificativo, si pensi alle conseguenze che potrebbero discendere da un'adozione di algoritmi poco trasparenti che possano causare distorsioni ed un utilizzo non corretto – e, talvolta, persino discriminatorio – delle informazioni nei processi operativi, a discapito dell'uguaglianza sociale<sup>22</sup>.

Ma vi è di più. A fronte di un'accresciuta automatizzazione dei processi organizzativi aziendali, il mondo del risparmio gestito sarà chiamato con più vigore dalle autorità di vigilanza ad intraprendere scelte gestorie all'insegna dell'etica e di nuovi valori e scopi sociali<sup>23</sup>. L'obiettivo perseguito con un accentuato uso delle tecniche di intelligenza artificiale non è, dunque, quello di sostituire l'uomo nei processi decisionali bensì di fornire allo stesso strumenti utili per supportare al meglio le scelte

---

<sup>21</sup> LENER, *Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale*, Relazione al Convegno organizzato da ADDE su "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", Capri, 17 giugno 2022.

<sup>22</sup> Sul punto, PELLEGRINI, *Innovazione tecnologica e diritto dell'economia*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al fasc. 4., 2019, p. 48, la quale ha posto in risalto le significative criticità correlate all'utilizzo degli algoritmi nelle valutazioni del merito creditizio, con potenziali effetti di tipo discriminatorio.

<sup>23</sup> In questi termini, SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in AA. VV., GIODANO – PANZAROLA – POLICE – PREZIOSI – PROTO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, 2022, p. 429 ss.. Si veda altresì CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3 spec., 2021, p. 14 ss., secondo cui «la macchina effettua le sue valutazioni in termini oggettivi, essendo le reti informatiche parametrizzate su criteri di autonomia tecnologica, laddove gli esiti dell'agere umano risentono dell'azione di 'controllo morale', che ne qualifica l'essenza, raccordando l'attività decisionale ai dettami della coscienza.»

di investimento<sup>24</sup>. Difatti, per quanto l'IA assolva alla funzione informativo-conoscitiva richiesta all'apparato meccanicistico attraverso cui si esternalizza, essa rimane pur sempre priva delle valutazioni di stima e delle intuizioni di natura 'soggettiva' che si rinvergono nell'*imprinting* dell'intelligenza umana<sup>25</sup>. A tal riguardo, non ci si può esimere dall'osservare come l'adeguato controllo dell'uomo sui sistemi di intelligenza artificiale in fase di scelte decisionali sia fondamentale per il successo di importanti iniziative, come quella rappresentata dalla "transizione verde", essendo l'intelligenza artificiale chiamata a dare attuazione a politiche di investimento nelle quali le attività economiche di piena sostenibilità siano poste al centro dell'attenzione, scongiurando al tempo stesso il proliferare di pratiche scorrette come il c.d. *greenwashing*<sup>26</sup>.

Alla luce delle considerazioni fin qui esposte, è evidente come nei prossimi anni alle autorità di regolamentazione sarà demandato il compito di implementare un quadro normativo che andrà progressivamente delineandosi con una disciplina di dettaglio finalizzata a presidiare i potenziali rischi correlati ad una possibile applicazione non corretta dell'intelligenza artificiale, anche stabilendo chiare linee di re-

---

<sup>24</sup> ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, p. 57 ove viene affermato come «i sistemi di IA devono essere sorvegliati da personale umano, il quale deve garantire un utilizzo conforme ai diritti umani fondamentali, ponendo al centro di ogni utilizzo il benessere dell'utente» e come l'intelligenza artificiale debba essere connotata dai seguenti principi cardine: «il principio della consistenza e sicurezza degli algoritmi, per evitare che essi siano utilizzati a fini illeciti; la tutela della privacy; la trasparenza dei sistemi; il divieto di discriminazioni; la tutela degli interessi sociali e dell'ambiente, perché l'intelligenza artificiale dia luogo ad uno sviluppo sostenibile; il principio di responsabilità, perché siano prevenuti e riparati i danni provocati dai sistemi.»

<sup>25</sup> SEPE, *Prestazione frazionata, rapporti tra imprese e vigilanza nelle nuove filiere di valore dell'industria finanziaria*, in AA. VV., *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di LENER – LUCHENA – ROBUSTELLA, Torino, 2020, p. 244.

<sup>26</sup> Con il termine *greenwashing*, ci si riferisce alla pratica scorretta per la quale gli intermediari prescelgono di finanziare attività soltanto apparentemente classificabili come sostenibili. Sul punto, PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2021, p. 433, secondo cui «L'IA potrebbe costituire un utile strumento per individuare le imprese più virtuose del mercato in applicazione della tassonomia delle attività economiche sostenibili, così da impedire il proliferare di fenomeni c.d. di "greenwashing" che possono distorcere le decisioni di investimento degli operatori del mercato.»



sponsabilità nel sistema di *governance* degli intermediari<sup>27</sup>.

4. I temi ESG (*Environmental, Social, Governance*) sono da alcuni anni al centro di un intenso dibattito in seno ai vari enti e organismi internazionali oltreché al legislatore europeo e nazionale. Si ricorda come l'Europa si sia impegnata a conseguire la neutralità climatica entro il 2050 nonché un abbattimento del 55% delle emissioni di gas serra entro il 2030. In tale contesto, non ci si può esimere dall'osservare che il nostro Paese presenti un rischio ambientale elevato dovute alle caratteristiche morfologiche del territorio soggetto a sismi, frane e inondazioni, eventi quest'ultimi destinati ad intensificarsi nei prossimi decenni. Nell'ultimo biennio gli investimenti sostenibili hanno tuttavia conosciuto una crescita significativa sia in ambito europeo che domestico<sup>28</sup>.

Nonostante il quadro normativo e regolamentare sia in corso di definizione, emerge già chiaramente l'impatto significativo che i fattori ESG avranno all'interno del quadro di vigilanza prudenziale. Invero, la regolamentazione continuerà ad essere improntata ad una logica basata sul rischio – sarà cruciale pertanto che tutti gli intermediari, bancari e non, incorporino i rischi ESG all'interno della propria strategia di business, della *governance*, e dell'informativa al mercato. Si rileva che i suddetti rischi si manifestano su orizzonti temporali generalmente più lunghi di quelli

---

<sup>27</sup> Al riguardo, ROSSANO, *L'Intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (Alcune recenti proposte normative)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3, 2021, p. 224, il quale, nell'enunciare la necessità di un controllo dell'uomo sull'intelligenza artificiale, esprime il seguente auspicio in relazione ai futuri interventi regolamentari in materia: «Va da sè che, nel delineato contesto, dovrà essere cura della regolazione evitare che si determinino nuove criticità in relazione alla progressiva divaricazione tra gli interessi a breve della finanza e la necessità di tutela dell'equilibrio sistemico.»

<sup>28</sup> Si segnala che a marzo 2022 si contano circa cinque mila fondi ESG europei che gestiscono un patrimonio pari a due mila trecento miliardi di dollari, in crescita del 40% rispetto al primo trimestre dell'anno precedente. Un *trend* analogo si osserva nel nostro Paese dove alla fine del primo trimestre del 2022 il numero dei fondi ESG è stato superiore a mille novecento (contro circa mille trecento a marzo 2021), con un patrimonio gestito di oltre quattrocento milioni di euro (a fronte di circa duecento novantacinque a marzo 2021); v. CONSOB, *Principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e cryptoattività*, giugno 2022.



tradizionalmente considerati. Non è un caso che, per quanto concerne il settore bancario, le proposte di CRR3 e CRD6 avanzate dalla Commissione europea<sup>29</sup> per la revisione della disciplina in materia includano un riferimento puntuale alla transizione ecologica e al tema dei rischi climatici, con l'introduzione per tutti gli intermediari finanziari, soggetti alla disciplina prudenziale delle banche, di un obbligo di informazione al pubblico sulle tematiche ESG e di un dovere di predisporre presidi atti a garantire un governo consapevole dei suddetti rischi. Ciò rappresenta un indubbio miglioramento rispetto alla disciplina attuale prevista dalla CRR2 e CRD5 che contempla obblighi di informativa al mercato in materia ESG a carico dei soli intermediari finanziari quotati<sup>30</sup>.

Preme in questa sede evidenziare l'impatto significativo che i rischi climatici potranno avere sull'industria del risparmio gestito potendo quest'ultimi causare innanzitutto un deterioramento della qualità degli investimenti per via dell'aumento della probabilità di *default* delle controparti esposte alle conseguenze della transizione climatica. Ciò può avvenire sia in via diretta – si pensi alle esposizioni verso settori che arrecano danni all'ambiente – sia in via indiretta, a causa della stretta interconnessione tra il settore energetico ed il resto dell'economia – si pensi a forme di garanzia rappresentate da immobili inefficienti sotto il profilo energetico<sup>31</sup>. Non solo. I rischi climatici possono altresì influenzare l'andamento del valore dei titoli o di altri strumenti finanziari emessi dalle imprese colpite da catastrofi naturali cau-

---

<sup>29</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio 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* (COM (2021) 664 final), del 27 ottobre 2021 e Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*, e che modifica la direttiva 2014/59/UE (COM(2021) 663 final) del 27 ottobre 2021.

<sup>30</sup> Più precisamente, alle banche ed imprese di investimento quotate ricade viene demandato di pubblicare il c.d. *Green Asset Ratio*, ossia la quota di attività del portafoglio bancario improntata alla sostenibilità ambientale.

<sup>31</sup> BERNARDINI, FAIELLA, LAVECCHIA, MISTRETTA e NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, n. 608/2021.

sandone il loro deprezzamento. Da qui l'esigenza che il quadro regolamentare, europeo e nazionale, risulti adeguato per affrontare la gestione consapevole da parte degli intermediari finanziari dei nuovi rischi correlati alla transizione climatica nonché a sostenere gli investimenti coerenti con tale transizione.

*De iure condendo*, è auspicabile che le autorità di vigilanza introducano delle norme secondarie sulla diffusione di dati e di informazioni standardizzate legate ai fattori ambientali utili alla gestione del rischio climatico. Le suddette informazioni, in merito ai fattori ambientali, dovranno essere tra loro comparabili attraverso l'adozione di una metodologia di misurazione comune. Difatti, la gestione dei rischi climatici dipenderà *in primis* dall'effettiva disponibilità e dalla qualità dei dati richiesti, e dunque, dalla capacità per i principali operatori di mercato di soddisfare le nuove esigenze informative.

Inoltre, nella cornice regolamentare che sin da ora comincia a delinearsi, è previsto che il consiglio di amministrazione degli intermediari finanziari avrà il compito di prestare attenzione a tematiche di equità e sostenibilità, richiamando l'interesse del governo societario sull'impatto dei rischi di natura sociale ed ambientale sui portafogli e sulle strategie di *business*. Sarà richiesto agli intermediari finanziari di elaborare piani di transizione pluriennali allo scopo di monitorare i possibili rischi che derivino da un disallineamento del proprio modello di attività rispetto agli obiettivi socio-ambientali posti dall'Unione Europea. Appare, dunque, evidente come nel panorama attuale si assista ad una svolta etica anche in relazione all'organizzazione dell'intermediario finanziario. Nello specifico, alle autorità di vigilanza sarà demandato il compito di verificare i piani degli intermediari finanziari e di richiedere che gli stessi adottino misure idonee a ridurre i relativi rischi sulla base di *stress test* climatici (e non solo) che possano compromettere in modo significativo

la loro futura condizione finanziaria<sup>32</sup>.

5. Venendo ad alcune riflessioni conclusive, l'analisi che precede evidenzia che è in corso una delicata fase per il sistema finanziario globale caratterizzata da accentuati rischi di diversa natura – geopolitici, energetici, cibernetici, solo per citarne alcuni – a fronte delle recenti crisi, di natura non finanziaria, insorte negli ultimi anni e delle attuali sfide poste dalla finanza decentralizzata, dall'intelligenza artificiale e dalla transizione ecologica. Si è dell'avviso che l'incidenza degli eventi socio-economici di cui si è dato conto sull'ordinamento finanziario favorirà il passaggio da un capitalismo di stretta marca liberistica ad un capitalismo di nuova generazione improntato alla cooperazione e solidarietà sociale<sup>33</sup>. Nel panorama delineato, centrale sarà il ruolo della *governance* societaria e della *corporate social responsibility* degli intermediari finanziari che, in ossequio ad una dimensione etica dell'agire imprenditoriale, diano “nuova linfa” al principio cardine della sana e prudente gestione<sup>34</sup>.

Nell'attuale momento storico, è necessario altresì che la regolamentazione macro-prudenziale indirizzi la crescita economica verso modelli di sviluppo sostenibili, valutando gli investimenti del risparmio gestito mediante indicatori di carattere

---

<sup>32</sup> A questo proposito, è opportuno richiamare le recenti aspettative di vigilanza della Banca d'Italia che, agendo sulla scia di simili iniziative adottate dalla Banca Centrale Europea e dall'EBA, ha raccomandato agli intermediari vigilati di integrare i rischi climatici ed ambientali (in particolare, i rischi fisici e di transizione) nel *risk management framework* aziendali; v. BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza su rischi climatici e ambientali*, 8 aprile 2022.

<sup>33</sup> CAPRIGLIONE, *Relazione introduttiva al Convegno organizzato da ADDE su “La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive”*, Capri, 17 giugno 2022.

<sup>34</sup> VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco*, presso l'Assemblea degli Associati dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 8 luglio 2022, il quale ha di recente sostenuto che «Le banche non potranno prescindere dal continuare a dedicare la massima attenzione ai principi su cui si basa una sana gestione aziendale: prudenza nelle decisioni di accantonamento e di distribuzione; presidio dei rischi, tradizionali e nuovi; trasparenza e correttezza nei confronti della clientela; miglioramento dei livelli di efficienza e contenimento dei costi, anche attraverso gli indispensabili investimenti nell'innovazione tecnologica.» Sia consentito un rinvio a SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 1, 2009, p. 56, che già nello scorso decennio sosteneva l'esigenza di riportare la sana e prudente gestione al centro dell'azione di vigilanza.

ambientale, sociale e di *governance*. Invero, nell'era contemporanea l'attività di supervisione sarà volta a tutelare i diritti fondamentali – si pensi all'interesse all'ambiente e al diritto all'eguaglianza sociale – separati ed ulteriori rispetto agli interessi per eccellenza della stabilità finanziaria e del regolare funzionamento dei mercati. Si può dunque affermare che la vigilanza assolverà lo scopo di assicurare non soltanto la tutela del mercato finanziario e degli investitori ma persino la competitività dell'intero mercato interno, costituendo aggiornati requisiti di prudenza e nuove opportunità per le imprese al fine di trarre vantaggi in termini di profitto e competitività<sup>35</sup>.

Inoltre, sebbene le autorità centrali europee continueranno ad adottare una regolamentazione di armonizzazione minima volta a disciplinare i nuovi modelli di *business* nonché prodotti e servizi finanziari offerti nei diversi paesi dell'Unione, saranno le autorità nazionali ad essere di fatto chiamate a dare attuazione, in maniera efficace e tempestiva, ai vari *standard* prudenziali, tenendo conto dell'eterogeneità dei mercati nazionali. Più precisamente, di fondamentale importanza sarà il ruolo della Banca d'Italia e della CONSOB nell'adozione di una regolamentazione che, in ossequio al principio della trasparenza e proporzionalità<sup>36</sup>, attui un'adeguata convergenza informativa assicurando al pubblico una piena comparabilità e valutazione delle informazioni aziendali (compresi i fattori ESG) nelle scelte di investimento. Allo stesso tempo, si avverte l'esigenza di rafforzare l'analisi orizzontale, che attenui la logica della supervisione per soggetti, con il fine di rafforzare l'approccio

---

<sup>35</sup> PASSALACQUA, *Il ruolo della vigilanza prudenziale nella transizione*, Relazione al Convegno organizzato da ADDE su "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", Capri, 17 giugno 2022. Sul punto anche VISCO, *Considerazioni finali del Governatore*, in Relazione annuale di Banca d'Italia, 31 maggio 2021, il quale ha affermato in tale occasione che «Le imprese che non sapranno adattare prodotti e processi produttivi nella direzione della sostenibilità ambientale avranno sempre più difficoltà a rimanere sul mercato.»

<sup>36</sup> Per un'analisi sulla (non) proporzionalità della regolamentazione e vigilanza bancaria nell'Unione Europea, in profondo contrasto con la disciplina vigente negli Stati Uniti d'America, v. MASERA, *La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell'UE: problemi e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2020, 47 ss..

per funzione. A tal proposito, sono sempre più numerose le collaborazioni con le autorità dei vari Paesi europei, nel tentativo di cogliere segnali di rischio rilevanti, influenzare il dibattito internazionale e tentare di pattuire misure e approcci comuni rispetto a fenomeni di natura trasversale.

In definitiva, si assisterà ad un rafforzamento della regolamentazione ove le autorità di vigilanza, dotate di nuovi poteri e competenze sia in fase di disciplina preventiva che di *enforcement*<sup>37</sup>, saranno chiamate a svolgere un ruolo importantissimo in un clima di ripresa *post*-pandemico e *post*-bellico, con l'ambizioso obiettivo di sostenere la crescita economica in un contesto di sicurezza, efficienza, inclusività e sostenibilità. Senza mai dimenticare che il fattore umano – in sede di adozione delle decisioni di investimento e di monitoraggio dei potenziali rischi – appare essere il presidio più efficace per la tutela dell'investitore (*rectius*, della persona) e per la protezione dei diritti fondamentali, compresi quelli dei risparmiatori.

## Vincenzo Vietri

*Dottore di ricerca in Diritto privato comparato  
nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"*

---

<sup>37</sup> Sul tema del rafforzamento dei poteri e procedimenti sanzionatori nell'azione di vigilanza, sia consentito un rinvio ad URBANI, *Vigilanza bancaria e sanzioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al fasc. n. 2, 2020, p. 38, secondo cui «i provvedimenti sanzionatori rappresentano un esito possibile degli interventi di vigilanza tanto regolamentare quanto informativa e ispettiva, ma pur sempre da correlarsi e coordinarsi con l'intera altra dotazione presente nella ricca e fornita "cassetta degli attrezzi" nelle mani delle Autorità competenti.»