RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA

ISSN: 2036 - 4873

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

Supplemento n. 2 al n. 1/2022

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera

F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

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

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

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

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. 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:

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – Presentazione (Introduction)1
GIORGIO BELTRAMME – L'evoluzione dell'attività di supervisione bancaria (The evolution
of banking supervisory activity)4
MADDALENA BONAMINI - Il "RAIFFEISEN SÜDTIROL IPS" nel contesto della cooperazione di
credito dell'Unione Europea (The "Raiffeisen Südtirol IPS" in the context of cooperative
lending in the European Union)29
LORENZO COSTANTINO - Analisi della disciplina in materia di crisi bancaria ed aiuti di Stato
alla luce della vicenda Tercas (Analysis of the banking crisis and State aid rules in light of
the Tercas case)53
BRUNELLA LOMBARDI - La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI
per la selezione degli investimenti sostenibili (Sustainable finance: new European
regulation and KPI standards for the selection of sustainable investments)80
FRANCESCO MASSIMILLA - Dalla grande crisi finanziaria alla pandemia di Covid-19: tre
lustri di regolazione e vigilanza (From great financial crisis to Covid-19 pandemic: fifteen
years of regulation and supervision)108
ILENIA MURGIONI - Le polizze assicurative in ambito bancario: ruolo consolidato e profili
evolutivi (Insurance Policies in the banking field: consolidated role and development
profiles)

ELDA NOGAROTTO - Social lending: un trade-off tra digitalizzazione e riserva di attivita'
(Social lending: a trade-off between digitization and authorisation)161
CAMILLA RUPERTO - Le sanzioni bancarie e finanziarie: il diritto al silenzio (Banking and
financial sanctions: the right to silence)189
ALESSANDRO SANNA - La finanza sostenibile (The Sustainable Finance)215
RICCARDO SANTAMARIA - La vigilanza della Consob sull'informativa non finanziaria
(Consob's supervision of non-financial information)241

PRESENTAZIONE

(Introdution)

Confermando una tradizione decennale, la direzione del Master riguardante la "Regolazione dell'attività finanziaria e dei mercati" pubblica alcune tesine dei partecipanti al corso svoltosi nell'anno accademico 2021/2022. Trattasi di lavori ritenuti meritevoli di diffusione nel settore scientifico di riferimento vuoi per la metodologia seguita nella elaborazione dei contributi in parola, vuoi per le tematiche trattate, requisiti che conferiscono alle tesine peculiare valenza anche grazie agli spunti di originalità che di sovente connotano le soluzioni prospettate.

Nonostante la complessità della situazione economica generale - e, dunque, delle problematiche oggetto d'analisi - si è in presenza di riflessioni di grande interesse, dalle quali è dato intravedere le significative sfide che ci attendono. In particolare, si comprende il significativo ruolo che il 'diritto' è chiamato a svolgere in una economia "in affanno" e in una realtà di mercato lontana da quella che secondo la scienza americana (che si rifà alla "teoria del valore") viene definita perfetta.

L'attuale contesto socio economico, segnato dalle crisi che hanno caratterizzato i primi due decenni di questo millennio, presenta significativi squilibri strutturali, aggravati da una situazione climatica destinata a protrarre nel tempo i suoi dannosi effetti. Nel contempo si delineano le tristi previsioni di un arretramento del processo di sviluppo a causa della crisi energetica e delle altre implicazioni negative derivanti dal recente conflitto bellico tra Russia e Ucraina. Da qui la prospettiva di un possibile, nuovo periodo di *austerity*, che finirebbe con l'aggravare la precaria situazione che oggi si presenta ai nostri occhi, con ovvi effetti al presente non calcolabili.

È evidente come, in questo scenario, l'analisi debba attribuire specifica

importanza alla dimensione giuridico-istituzionale in quanto - com'è noto - il diritto è in grado di dare impulso alla crescita. Esso, infatti, assurge a portatore di riforme che - ove convergano verso un razionale punto di equilibrio degli interessi socio politici in campo - possono ricondurre i paesi a livelli di sviluppo precisi, come è dato desumere dall'esperienza del passato allorché gli interventi disciplinari hanno conferito peculiare vettorialità alla progressione economica. Da qui la necessità di un ripensamento critico sui ritardi e sulle inerzie della politica; ed invero obiettivo comune deve essere quello 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 possono espletare una azione feconda per lo sviluppo della collettività.

2. È in questa logica che gli incontri di studio - impartite nel Master da docenti universitari, esponenti delle istituzioni ed operatori del settore finanziario - hanno orientato i partecipanti al corso a sottoporre a dura prova i paradigmi tradizionali del diritto dell'economia: intermediazione, mercato, sistema dei controlli pubblici; ciò scuotendo consolidati orientamenti interpretativi e rappresentando le "nuove frontiere" della ricerca in *subiecta materia*.

In particolare, sono state evidenziate le perplessità che oggi incontra la ricerca 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. Ciò, anche avendo riguardo alla circostanza che, nel presente, per solito il contributo delle autorità di settore si limita a fornire mere 'indicazioni guida'. 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

Francesco Capriglione

pervade la popolazione.

I contributi qui pubblicati dimostrano che i partecipanti al Master hanno ben

compreso che nell'attuale momento storico si impone un ripensamento critico del

vigente complesso disciplinare della finanza; sì da pervenire ad un efficientamento

dell'economia scevro da sperequazioni e fondato sul nuovo "mantra" della

sostenibilità. Quest'ultima individua, infatti, un canone ordinatorio che impone una

attenta valutazione della piena rispondenza dei mezzi ai fini dell'azione che si

intende porre in essere; in essa trovano, quindi, compendio la consapevolezza della

complessità dei problemi economici attuali e l'esigenza di assicurare livelli di crescita

adeguati, previa adozione di misure/strumenti idonei ad evitare forme di squilibrio

ovvero ipotizzabili turbative ad un regolare sviluppo.

Da qui la rivisitazione delle esperienze giuridiche pregresse in vista della

identificazione delle vie da percorrere per rimuovere le cause che impediscono di

risolvere le avversità e di superare le difficoltà di una transizione nella quale siamo

stati proiettati dagli eventi di crisi degli ultimi anni. Ne consegue l'offerta di una

esauriente panoramica dei fattori, di natura giuridica, che rilevano nella costruzione

politica e culturale di un "sistema avanzato", in grado di integrare regole altamente

tecniche in una realtà orientata ad avvalersi di queste ultime come determinanti

metaeconomiche in grado di conseguire le finalità avute di mira.

Roma, 25 settembre 2022

Francesco Capriglione

3

L'EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI SUPERVISIONE BANCARIA*

(The evolution of banking supervisory activity)

ABSTRACT: After the crisis that involved the banking sector since 2007 it has been taken a long road that has brought to the birth of the European Banking Union and, especially with its first pillar, the Single Supervisory Mechanism (SSM), to a revolution in the way of conducting banking supervisory activity through the conferment of a key role in this field to the European Central Bank.

The aim of this analysis is firstly to recall the steps that have led to this fundamental change, trying to analyze the reasons and the objectives of the decisions taken especially at a supranational level, from the foundation and the role of the European System of Financial Supervision and the European Banking Authority to the European Banking Union and its pillars (especially the SSM) and secondly, but not less important, to focus the attention on the delicate topic of the relationship between the European Central Bank and the National Central Authorities, analyzing rules and procedures that should ensure an adequate sharing of the responsibilities on the matter of banking supervision, like, among others, the establishment and the mode of operation of the Joint Supervisory Teams.

The innovation on this matter has led to a step down of the National Central Authorities in conducting the banking supervisory activity in order to guarantee, through the key position of the European Central Bank, the level playing field in the European banking system but, at the same time, the role of the first should not be underestimated.

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

SOMMARIO: 1. Le prime risposte europee alla crisi finanziaria del 2007: la nascita del Sevif e il ruolo dell'Autorità bancaria europea – 2. L'Unione bancaria europea: la ripartizione di competenze tra Banca centrale europea e Autorità di vigilanza nazionali nel Single Supervisory Mechanism – 3. Strumenti e poteri di vigilanza – 4. I Joint Supervisory Teams e la conduzione dell'attività di vigilanza – 5. Considerazioni conclusive.

1. Il verificarsi di fenomeni quali la crisi finanziaria del 2007, nata nel settore bancario ma che ha mostrato ripercussioni negative e strette connessioni anche in relazione al declassamento dei titoli del debito sovrano¹ hanno manifestato le lacune insite nel sistema di vigilanza basato sul principio dell'home country control fino ad allora vigente e palesato l'esigenza di un'armonizzazione in materia nonché di un ripensamento del sistema anche dal punto di vista della sua architettura istituzionale. Fino ad allora infatti agli Stati membri venivano lasciati ampi margini di discrezionalità nell'attuare e nell'inserire all'interno del proprio ordinamento nazionale le disposizioni comunitarie nel rispetto delle specificità normative di ciascuno di essi e del principio di minima armonizzazione. In un sistema di vigilanza strutturato in tale modo si è palesato un rischio particolarmente elevato di "un insufficiente grado di integrazione finanziaria tra i vari paesi" in quanto i meccanismi di coordinamento tra le autorità nazionali non erano in grado di assicurare un'applicazione uniforme del diritto sovranazionale né di creare un meccanismo di controlli omogenei sulle attività economico-finanziarie all'interno dell'Ue.² Così, nel novembre del 2008, la Commissione europea incaricò un gruppo di lavoro, presieduto dall'ex governatore della Banca di Francia Jacques de

.

¹ Per approfondimenti sul punto si veda BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche, Le regole dell'attività*, cap. 6.1.2, il Mulino, 2020 e IBRIDO, *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.5.1, pp.127-128, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

² Cfr. PELLEGRINI; L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario euroepo: funzioni e limiti della supervisione, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2012, I, p. 54.

Larosière, al fine di redigere un parere sulle prospettive della vigilanza in materia bancaria e finanziaria. I lavori, conclusisi il 25 febbraio del 2009, portarono alla promulgazione del cd. Rapporto de Larosière contenente raccomandazioni per la creazione di un nuovo sistema di vigilanza integrata basato su due componenti fondamentali: un organismo di vigilanza macroprudenziale e tre autorità di vigilanza microprudenziale rispettivamente competenti in materia bancaria, assicurativa, e dei valori mobiliari.³

Nel 2010 il Parlamento europeo ha approvato i Regolamenti istitutivi del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF): il n. 1093/2010 istitutivo dell'Autorità bancaria europea (EBA), il n. 1094/2010 istitutivo dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), il n. 1095/2010 con cui si è istituita l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

Con il regolamento n. 1092/2010 è stato invece creato il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con compiti di vigilanza macroprudenziale ed in particolare di prevenzione e contenimento del rischio sistemico per la stabilità finanziaria dell'Ue alla luce degli sviluppi macroeconomici. Il CERS non ha poteri sanzionatori ma può adottare inputs e quidelines per la prevenzione dei rischi macrosistemici, risk warnings e raccomandazioni di natura generale e particolare che ne evidenziano il ruolo centrale nella definizione delle politiche macroeconomiche e, se rileva un rischio che può compromettere il funzionamento del mercato finanziario, può adire il Consiglio europeo al fine di attivare un procedimento per la definizione di una situazione di emergenza.4

³ Cfr. IANGEMMA; *Evoluzione e prassi della normativa europea in materia di vigilanza*, in Diritto pubblico comparato ed europeo, Fascicolo 4, ottobre – dicembre 2018, p. 1064, Società editrice il Mulino.

⁴ Cfr. IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.6.1, pp.145-146; Giappichelli Editore, Torino; 2017. Si veda anche CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in CAPRIGLIONE (A CURA DI); *Manuale di diritto bancario e finanziario, seconda edizione*; cap. 2, Sez. 2, par. 9, pp. 83-86; Wolters Kluver – CEDAM, 2019.

Per quanto attiene specificamente al settore bancario l'autorità europea di riferimento è l'EBA i cui compiti possono essere ricondotti alle seguenti funzioni principali: funzioni regolatorie; consultive, informative e di indirizzo; decisorie; di indagine e controllo.⁵

In primo luogo, l'EBA svolge un ruolo di regolatore tecnico e, come le altre ESAs, può elaborare regole tecniche vincolanti in presenza di delega proveniente dalla legislazione primaria, contribuendo così alla creazione di un *corpus* unico di norme tecniche di regolamentazione (c.d. *regulatory technical standards*) e norme tecniche di attuazione (*implementing technical standards*), valide per tutta l'Unione europea.⁶ All'EBA è riconosciuto un potere di proposta rispetto a tale tipologia di norme poi formalmente adottate dalla Commissione, su delega del Parlamento europeo e del Consiglio.⁷

Questa facoltà di emanazione di *standard* tecnici è probabilmente la funzione più rilevante svolta dall'EBA (e dalle altre ESAs). Tenuto conto che queste Autorità europee non dispongono di poteri regolamentari diretti, non essendo state applicate modifiche ai Trattati in tale direzione, attraverso questi poteri le ESAs contribuiscono alla predisposizione di una normativa omogenea che, applicata in

⁵ Cfr. CERRINA FERONI, "Verso il Meccanismo Unico di Vigilanza sulle Banche." Ruolo e prospettive dell'European Banking Authority (EBA), 2014.

⁶ Cfr. IBRIDO, L'unione bancaria europea, profili costituzionali, cap. 2, par. 2.6.2, pp.148-149, Giappichelli Editore, Torino; 2017. Cfr. anche CAPRIGLIONE, Evoluzione della disciplina di settore; in CAPRIGLIONE (A CURA DI), Manuale di diritto bancario e finanziario, seconda edizione, cap. 2, Sez. 2, par. 9, pp. 83-86, Wolters Kluver – CEDAM; 2019.

⁷ I regulatory technical standards (RTS) (art. 10 Regolamento Ue 1093/2010) sono norme tecniche finalizzate ad assicurare un'armonizzazione coerente del settore bancario, esse "non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto è limitato dagli atti legislativi su cui si basano". Gli implementing technical standards (ITS) (art. 15 Regolamento Ue 1093/2010) sono norme tecniche che, "non implicano decisioni strategiche o scelte politiche", attraverso le quali si determinano "le condizioni di applicazione" degli atti di natura legislativa che attribuiscono competenze di esecuzione alla Commissione ai sensi dell'art. 291 TFUE. Si tratta dunque di norme, proposte dall'EBA e adottate attraverso atti di esecuzione della Commissione. Cfr. IBRIDO, L'unione bancaria europea, profili costituzionali; cap. 2, par. 2.6.2, pp.148-149, Giappichelli Editore, Torino; 2017.

modo vincolante negli stati membri, può garantire quantomeno un livello di armonizzazione minima nell'applicazione della normativa sovranazionale.⁸ Sia i *regulatory technical standards* sia gli *implementing technical standards* adottati dall'EBA fanno parte del c.d. Codice unico europeo (*Single Rulebook*), un *corpus* di testi legislativi e di normativa secondaria, la cui ideazione è stata caldeggiata dal Consiglio europeo del 18-19 giugno 2009, con lo scopo di istituire un unico insieme di regole prudenziali armonizzate vincolanti per le istituzioni dell'Ue operanti nel settore finanziario.⁹

All' EBA sono anche riconosciute funzioni di indirizzo, consultive e informative. L'Autorità, laddove sia escluso un suo intervento mediante progetti di regolamentazione, norme tecniche di può formulare raccomandazioni (recommendations) e orientamenti (quidelines), destinati alle autorità di vigilanza nazionali e agli istituti finanziari, con lo scopo di favorire l'istituzione di "prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nell'ambito del SEVIF e per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione" (art. 16 Reg. 1093/2010). I destinatari non sono vincolati formalmente al loro rispetto ma può esserci senz'altro un significativo effetto di moral suasion che può causare conseguenze negative in caso di mancato allineamento. 10

Relativamente alle funzioni decisorie, l'EBA ha il potere di adottare atti di natura vincolante nei confronti delle autorità nazionali di vigilanza o di singoli istituti finanziari esclusivamente in talune ipotesi di carattere tassativo. Ai sensi dell'art. 17 del Regolamento 1093/2010, laddove un'autorità di vigilanza nazionale

⁸ Cfr. CAPRIGLIONE; Evoluzione della disciplina di settore, in CAPRIGLIONE (A CURA DI), Manuale di diritto bancario e finanziario, seconda edizione, cap. 2; Sez. 2, par. 9, pp. 83-86; Wolters Kluver – CEDAM, 2019.

⁹ Cfr. https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook. Si veda anche IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*; cap. 2, par. 2.6.2, pp.148-149, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

¹⁰ Cfr. art. 16 del Regolamento Ue 1093/2010. Si veda anche IBRIDO; *L'unione bancaria europea*, *profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.6.2, pp.149-150; Giappichelli Editore, Torino, 2017.

abbia violato il diritto dell'Unione o non abbia impedito la commissione di tale violazione da parte di un intermediario, l'Autorità bancaria europea, al termine di una procedura di indagine, previo parere della Commissione, può direttamente sostituirsi alla stessa autorità nazionale adottando una decisione nei confronti del singolo intermediario. Nel caso in cui il Consiglio ravvisi l'esistenza di una situazione tale da poter compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari nonché la stabilità del sistema finanziario nell'UE l'EBA può adottare decisioni individuali contenenti le misure che devono essere assunte dalle autorità nazionali di vigilanza (art. 18).¹¹ Le decisioni dell'EBA sono in ogni caso ricorribili dinanzi alla Commissione di ricorso, organo congiunto delle tre autorità europee di vigilanza microprudenziale.

Infine, in relazione alle funzioni di indagine e controllo rileva l'attività di promozione e coordinamento dei c.d. "stress test", ossia le verifiche relative allo stato di salute dei principali gruppi bancari europei e dell'intero sistema creditizio.¹²

2. La riforma approvata dal Parlamento e dal Consiglio UE nel 2010 si proponeva l'obiettivo di rafforzare in maniera rilevante le istituzioni europee della finanza ma non ha cambiato radicalmente l'assetto precedente in quanto, i poteri affidati alle autorità che compongono il SEVIF, sono circoscritti a funzioni essenzialmente di natura regolamentare che non hanno portato alla creazione di un sistema di controlli sugli intermediari finanziari sovraordinato a quello degli Stati membri. Gli organismi di vertice dell'Unione europea hanno quindi avvertito l'esigenza di attuare una riforma strutturale tale da garantire in via definitiva il superamento dei problemi evidenziati dalla crisi riconoscendo che, se da una parte

¹¹ Cfr. artt. 17-18 del Regolamento Ue 1093/2010. Si veda anche IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.6.2, p.150, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

¹² Cfr. IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.6.2, pp.150-151, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

è importante la creazione di un sistema regolamentare comune per le banche, dall'altra è fondamentale anche, laddove siano messe in comune le responsabilità di politica monetaria, accentrare le competenze di supervisione sulle banche stesse.¹³

La Commissione europea nel 2012 ha così deciso di adoperarsi al fine di realizzare una vera unione bancaria partendo dalla redazione della *Road Map* verso la Banking Union del settembre 2012 nella quale ha approvato un progetto di importanti riforme basato su tre pilastri: un meccanismo unico di supervisione sulle banche, denominato Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) (o *Single Supervisory Mechanism, SSM*); un meccanismo unico per la "risoluzione" delle banche in difficoltà, denominato Meccanismo di Risoluzione Unico (MRU) (o *Single Resolution Mechanism, SRM*) e l'armonizzazione e il rafforzamento dei sistemi di garanzia dei depositi.

Il Regolamento n. 1024 del 2013 ha istituito un Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM) formato dalla BCE e dalle autorità di vigilanza nazionali (National Competent Authorities, Ncas). La scelta di attribuire i compiti di supervisione alla BCE anziché a un'autorità priva di competenze in materia monetaria, quale poteva essere l'EBA, è stata condizionata in parte da un discorso legato alla credibilità e all'autorevolezza dell'istituzione stessa: era infatti diffuso il convincimento che solo affidando una responsabilità diretta alla BCE, quantomeno sulla vigilanza delle principali banche d'Europa, fosse possibile superare la frammentazione delle forme di controllo esistenti e "rompere il loop fra banche e stati sovrani e l'azzardo morale connesso al salvataggio delle grandi

¹³ Cfr. CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*; Cap. 2, Par. 3, pp. 60-61, Torino Utet Giuridica, 2014. Si veda anche BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa*, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, p. 74, aprile 2015. Si veda anche VISCO, *The Aftermath of the Crisis: Regulation, Supervision and the Role of Central Banks*, Lecture delivered at Harvard Kennedy School, Cambridge MA, 2013.

banche".14

Oltre alla questione della credibilità e della fiducia da trasmettere al mercato ve ne era un'altra più prettamente giuridica che ha fatto propendere verso la scelta della BCE: la necessità di essere aderenti ai vincoli posti dalla Corte di giustizia e alla cd. dottrina "Meroni", che ha escluso la possibilità di conferire poteri che implicano l'esercizio di discrezionalità a organismi non previsti dal diritto primario dell'UE. Scegliendo di procedere, anche al fine di attuare un intervento più rapido e tempestivo, a trattati invariati, agenzie e *authorities* istituite dal diritto derivato non potrebbero quindi assumere un tale ruolo di vigilanza, comportante appunto scelte di carattere discrezionale, ma possono esercitare esclusivamente poteri di esecuzione circoscritti e privi di discrezionalità. 16

Si è così scelto di appellarsi all'art. 127, par. 6 TFUE il quale prevede la possibilità di affidare alla BCE compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie.

Questa soluzione non lasciava particolarmente convinta la Germania, non concorde sul fatto che la stessa autorità possa esercitare compiti di vigilanza e di politica monetaria, tanto che il modello tedesco impone di assegnare queste funzioni a due organi diversi, mentre era maggiormente in linea con la filosofia italiana, la quale prevede la concentrazione delle funzioni di politica monetaria e di vigilanza bancaria in capo alla medesima autorità. Vi è comunque una significativa

¹⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Cap. 2, Par. 3, p. 62, Torino Utet Giuridica; 2014. Cfr. anche MASERA, *Moneta euroepa credito nazionale*, in La Repubblica del 17 giugno 2013.

¹⁵ Cfr. Corte giust. 13 giugno 1958, 9/56 e 10/56, Meroni; Corte giust. del 14 maggio 1981. Nel caso *Meroni* la Corte di giustizia stabilì, quale presupposto di una delega compatibile con il diritto europeo, che essa non deve comportare il trasferimento di responsabilità discrezionali dal soggetto delegante al soggetto delegato, a meno che tale possibilità non sia prevista dai Trattati.

¹⁶ Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.2, pp.153-154, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

differenza tra il modello adottato in sede sovranazionale e quello italiano: la BCE non esercita una competenza generale in materia di regolazione, la quale è invece tendenzialmente attribuita all'Autorità bancaria europea. 17

Nel Regolamento 1024 del 2013, istitutivo dell'SSM, è stata comunque predisposta una soluzione per aggirare il potenziale conflitto tra le funzioni di supervisione prudenziale e le competenze in materia monetaria: è stato creato, all'interno della BCE, un apposito Consiglio di vigilanza (Supervisory Board), composto da un Presidente, un Vicepresidente scelto fra i membri del Comitato esecutivo della BCE, quattro rappresentanti della BCE e i rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali. All'interno del Supervisory Board opera un comitato direttivo più ristretto, lo Steering Committee, composto da massimo dieci membri scelti secondo criteri volti ad assicurare la rotazione fra le autorità di vigilanza ,privo di poteri decisionali ma con funzione di assistenza verso il Board nelle sue attività, inclusa la preparazione delle riunioni secondo le modalità previste dalle Rules of Procedures della BCE.

Le decisioni in materia vengono prese seguendo una procedura detta Non Objection Procedure: i progetti di decisione approvati dal Supervisory Board sono sottoposti, per la decisione finale e definitiva, al Consiglio direttivo della BCE (Governing Council) il quale mantiene peraltro un potere di opposizione rispetto agli stessi. Precisamente, le decisioni vengono approvate ed adottate se il Governing Council non muove obiezioni al progetto del Supervisory Board entro 10 giorni lavorativi (48 ore in caso di emergenza). 18

L'eventuale disaccordo fra i due organi può essere in ogni caso rimesso al giudizio di un gruppo di esperti di mediazione (Mediation Panel).

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ Cfr. IBRIDO, L'unione bancaria europea, profili costituzionali, cap. 2, par. 2.7.2, pp.153-154, Giappichelli Editore, Torino, 2017. Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, SSM Supervisory Manual, Cap 1, Par. 1.3, pp. 16-17, Marzo 2018

Altro organo che può essere partecipe del processo decisionale è la Commissione amministrativa del riesame, composta da soggetti che, pur avendo maturato un'esperienza professionale nell'ambito dell'autorità di vigilanza, non siano più legati ad alcun rapporto di lavoro con le stesse o con la BCE, al fine di garantire l'indipendenza decisionale di tale organo ex art. 24 reg. 1024/2013.

La Commissione valuta, su istanza di un soggetto interessato da un provvedimento assunto, la conformità della decisione presa, da un punto di vista procedurale e sostanziale, e può richiedere al *Supervisory Board* di modificare la decisione stessa. Quest'ultimo non è vincolato dal parere della Commissione potendo anche decidere di confermare una propria decisione in contrasto con lo stesso, ad ogni modo, ad esito del riesame, la prima decisione viene comunque abrogata e la nuova decisione (anche qualora identica alla precedente) deve passare nuovamente attraverso la *Non Objection Procedure*.¹⁹

Il Consiglio direttivo della BCE, inoltre, opera in modo differenziato nello svolgimento delle due funzioni di politica monetaria e di quelle attribuite dal Regolamento n. 1024 del 2013: le riunioni e gli ordini del giorno delle rispettive materie sono rigorosamente separati.

Nonostante si sia dubitato della reale efficacia di queste forme di separazione interna, il coinvolgimento del *Governing Council* della BCE, sia pure tramite procedure di silenzio-assenso, appare essere una soluzione rispettosa dei principi propri della giurisprudenza "Meroni".

Non c'è infatti una perfetta coincidenza tra i soggetti del *Supervisory Board* e quelli del SEBC in quanto alcuni stati membri (ad esempio la Germania) hanno individuato quale autorità nazionale di risoluzione una *authority* diversa dalla banca centrale, motivo per il quale l'eventuale esclusione del Consiglio direttivo della BCE

_

 $^{^{19}}$ Cfr. BRESCIA MORRA, La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp. 78-80, aprile 2015

dal processo decisionale del SSM avrebbe rischiato di trasformare il *Supervisory Board* in un organo nuovo, esterno alla BCE, con conseguente violazione dei principi individuati dalla Corte di giustizia.²⁰

Raggiunto un accordo e individuata la Banca centrale europea quale supervisore bancario, una seconda questione da affrontare era quella relativa all'estensione del perimetro dei soggetti vigilati dalla BCE. Una prima ipotesi era quella di attribuirle compiti di supervisione su tutte le banche europee, a prescindere dunque dalla loro dimensione dal punto di vista operativo, geografico ed economico, in alternativa solo su quelle di maggiore rilevanza a connotazione transfrontaliera, assumendo che quelle di minori dimensioni potrebbero non comportare problemi per il corretto funzionamento dell'UBE restando sottoposte ad una vigilanza nazionale. La prima ipotesi avrebbe assicurato il massimo *level playing field* all'interno dell'Unione, evitando comportamenti eccessivamente tolleranti e accondiscendenti da parte dei supervisori nazionali verso taluni operatori (i c.d. campioni nazionali) ed inoltre, come è emerso a seguito delle crisi della *Northern Rock* o delle *cajas* spagnole, anche il fallimento di banche mediopiccole può determinare conseguenze negative per la stabilità dell'intero mercato finanziario europeo

D'altro canto diversi stati membri apparivano restii a rinunciare alle funzioni di vigilanza sulle banche di rilevanza locale ed anche a livello organizzativo risultava impossibile per un unico ente, la BCE, confrontarsi direttamente con l'elevato numero di istituti operanti nell'area euro e con tutte le eterogenee problematiche emergenti in ogni ordinamento nazionale.²¹

²⁰ Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.2, pp.155-156; Giappichelli Editore, Torino; 2017.

²¹ Cfr. CIRAOLO, *Il Regolamento Ue n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'Unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in Amministrazione in cammino, 5, p. 15, 2014.

Si aggiunga che, anche sul piano giuridico, la soluzione che prevedeva un integrale trasferimento dei compiti di vigilanza alla BCE suscitava perplessità: difatti, l'art. 127, par. 6 TFUE indica la possibilità di devolvere alla BCE "compiti specifici" in materia di vigilanza prudenziale motivo per cui, per quanto sia arduo individuare una soglia quantitativa definita oltre la quale la trasmissione di compiti di supervisione alla BCE può spingersi, in ogni caso sembrerebbe comunque da escludere la facoltà di un integrale trasferimento della funzione in questione a tale autorità sovranazionale.

In secondo luogo, anche dal punto di vista del rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità, la creazione di un apparato europeo di vigilanza con una competenza così estesa non sembrava garantire una sufficiente vicinanza tra istituti vigilati ed ente vigilante nonché un esercizio efficiente delle funzioni su un numero così esteso di banche comportando, per di più, una dispersione del bagaglio di metodologie e conoscenze tecniche acquisite nel tempo dalle autorità di vigilanza nazionali.

Alla luce dei suddetti rilievi, con il Regolamento n. 1024 sono stati previsti due diversi criteri di distribuzione delle competenze fra BCE e autorità di vigilanza nazionali: il primo basato su un criterio di stretta attribuzione per materia; il secondo fondato sulla natura dei soggetti vigilati.²²

Quindi l'art. 4 del Regolamento n. 1024 del 2013, coerentemente con il già citato art. 127, par. 6 TFUE, contiene un elenco tassativo delle competenze attribuite in via esclusiva alla BCE tra le quali, ad esempio, rientrano il rilascio e la revoca delle autorizzazioni all'attività bancaria e la valutazione delle notifiche di acquisizione e di cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi.

15

²² Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.3, p.157, Giappichelli Editore, Torino; 2017.

Le National Central Authorities esercitano, in via residuale, tutte le ulteriori competenze non incluse nell'elenco di cui all'art. 4, mantenendo così la propria esclusiva competenza su alcune funzioni significative, fra le quali la regolamentazione e supervisione sulle banche per tutte le materie non rientranti nell'alveo della vigilanza prudenziale (ad esempio, in materia di antiriciclaggio) nonché la vigilanza sui servizi di pagamento.

Il secondo criterio di ripartizione delle competenze è invece definito in base alla "significatività" degli intermediari vigilati. Questa caratteristica è determinata tenendo in considerazione diversi parametri: nello specifico, ai sensi dell'art. 6.4 del Regolamento SSM, gli enti creditizi sono considerati significativi, di regola, quando il valore totale delle loro attività supera i 30 miliardi di Euro o quando il rapporto tra le loro attività totali ed il PIL dello stato membro dove sono insediate supera il 20%.²³

Negli altri casi, la vigilanza diretta è invece condotta dalle autorità nazionali, sia pure nel rispetto delle linee guida e delle istruzioni impartite dalla BCE.

La suddivisione così delineata non è comunque tanto rigida come può sembrare ad un primo sguardo: se di regola l'autorità europea assume le funzioni di supervisione sulle cd. banche significative, mentre quelle nazionali mantengono la propria competenza sugli altri istituti di credito, peraltro, il confine fra i due sottoinsiemi di enti vigilati può essere soggetto a modifica in via amministrativa. In particolare, ai sensi dell'art. 6, par. 5 del Regolamento n. 1024 del 2013, la BCE, al fine di garantire la coerente applicazione degli standard di vigilanza, acquisire informazioni e avviare indagini o ispezioni, sentite le autorità di vigilanza nazionali, può decidere discrezionalmente di avocare a sé i poteri decentrati assumendo una

²³ Sono considerati significativi anche gli enti che abbiano ricevuto assistenza finanziaria pubblica dal FESF o dal MES. I 3 maggiori intermediari creditizi di ciascun paese sono, a prescindere, inclusi in questa categoria.

competenza diretta anche nei confronti di enti considerati come "meno significativi".²⁴

A differenza dell'Autorità bancaria europea che, nei suoi rapporti con le autorità nazionali, in un'ottica collaborativa, può adottare, tendenzialmente, nei confronti di queste ultime soltanto orientamenti e raccomandazioni, al contrario il Regolamento n. 1024 del 2013 attribuisce alla BCE anche la possibilità di impartire vere e proprie "istruzioni" alle Ncas la cui cogenza è comunque questione dibattuta in dottrina.²⁵

Infine, significativa è anche l'inversione del normale rapporto fra diritto europeo e diritto nazionale: fino alla nascita dell'SSM in ambito europeo si era assistito principalmente a casi di applicazione decentrata del diritto dell'UE da parte di autorità giudiziarie e amministrative nazionali, e non anche al fenomeno inverso, ovvero norme nazionali applicate direttamente da parte delle autorità europee. Nel caso del SSM, invece, le strutture della BCE (e, in caso di impugnazione, la Corte di giustizia) sono tenute ad applicare non soltanto il diritto dell'UE, ma anche le legislazioni e normative nazionali di recepimento.²⁶

Il Regolamento 1024/2013 delinea dunque un sistema che, pur attribuendo alla Banca Centrale Europea la responsabilità ultima del buon funzionamento del

²⁴ Cfr. IBRIDO, *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.3, p.157, Giappichelli Editore, Torino, 2017. Si veda anche CIRAOLO; *Il Regolamento Ue n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'Unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in Amministrazione in cammino, 5, p. 16, 2014.

²⁵ Cfr. IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.3, p.159, Giappichelli Editore, Torino; 2017. Cfr. anche art 4.3. par. 2 Reg. 1024/2013: "A tal fine la BCE adotta orientamenti e raccomandazioni e prende decisioni fatti salvi il pertinente diritto dell'Unione e, in particolare, qualsiasi atto legislativo e non legislativo, compresi quelli di cui agli articoli 290 e 291 TFUE, e conformemente agli stessi…".

²⁶ Cfr. art. 4.3. Reg. 1024/2013: "Ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuitile dal presente regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza la Bce applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. Laddove il pertinente diritto dell'Unione sia costituito da Regolamenti e al momento tali regolamenti concedano esplicitamente opzioni per gli Stati membri, la BCE applica anche la legislazione nazionale di esercizio di tali opzioni".

meccanismo di vigilanza unico, rinuncia ad un totale accentramento in capo ad essa dei compiti di supervisione e individua una soluzione che, da un punto di vista pratico è coerente con la necessità di non gravare la BCE di mansioni che, data la vastità e l'eterogeneità del territorio europeo, essa non riuscirebbe a svolgere in modo puntuale ed efficace, da cui la decisione di delegare determinate competenze a livello nazionale, valorizzando anche il ruolo delle autorità domestiche e rispondendo, da un punto di vista più strettamente giuridico, ai principi di sussidiarietà e proporzionalità sanciti dall'art. 5 TUE.²⁷

3. Il complesso dei poteri di vigilanza che la BCE esercita nei confronti degli enti creditizi trasferiti sotto la sua diretta sfera di competenza, quelli *of most significant relevance*, ricomprende ogni strumento utilizzato fino ad oggi nell'ambito della vigilanza prudenziale. L'art. 4 del Regolamento SSM attribuisce compiti specifici alla BCE per garantire la stabilità complessiva del sistema finanziario, il principio di parità di trattamento delle istituzioni creditizie europee nonché per impedire fenomeni di arbitraggio regolamentare.²⁸

La BCE svolge tali compiti designati applicando il diritto dell'Unione e può emanare, al fine di garantire il rispetto dei succitati requisiti, orientamenti, raccomandazioni e decisioni rispettando gli atti legislativi europei nonché le norme

²⁷ Cfr. CIRAOLO; *Il Regolamento Ue n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'Unione bancaria europea. Prime riflessioni*, in Amministrazione in cammino, 5, pp. 16-17, 2014.

²⁸ La BCE è infatti addetta, ai sensi dell'art. 4 Reg. 1024/2013, alla verifica: del rispetto delle misure prudenziali (fondi propri, *securitisations*, limiti ai grandi fidi, liquidità, *leverage*, *reporting* e regole di trasparenza), del rispetto delle regole sui controlli interni, sulla *corporate governance*, sulle politiche di remunerazione degli amministratori, della correttezza del processo di ICAAP (*Internal Capital Adequacy Process*), essa inoltre: valida i modelli *Internal Rating Based* che le banche possono adottare per il calcolo del coefficiente patrimoniale, effettua *stress tests* e adotta misure correttive, esercita la vigilanza consolidata se la capogruppo ha la sede in un paese partecipante e partecipa all'esercizio della vigilanza supplementare, provvede all'approvazione dei *recovery plans*. Cfr. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa*, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp. 82-83, aprile 2015.

di regolamentazione e attuazione dell'EBA adottate dalla Commissione europea.²⁹ A livello regolamentare invece, come detto, la BCE non ha poteri se non quelli connessi all'organizzazione delle modalità di assolvimento dei compiti descritti.³⁰

Il ruolo della BCE non è trascurabile neppure nell'ambito della vigilanza svolta da parte delle autorità nazionali competenti nei confronti delle banche less significant, difatti, in questo contesto, essa definisce i criteri generali dell'azione di vigilanza, può chiedere, per svolgere analisi supplementari, aspetti specifici di procedimenti di vigilanza potendo anche avocare a sé la vigilanza stessa.

Quanto appena considerato non automaticamente comporta che le autorità di vigilanza nazionali perdano ogni possibilità di incidere sui processi e sulle decisioni in quanto, anche nell'ambito della nuova architettura disegnata dall'SSM, esse continuano comungue ad avere un ruolo importante. Le autorità nazionali competenti, avendo propri rappresentanti presso il Consiglio di vigilanza, partecipano direttamente al processo decisionale di competenza della BCE.³¹

Sia la BCE che i supervisori nazionali sono parte integrante dell'SSM tanto che, ai sensi dell'art. 6 Reg. 1024/2013, sono soggetti al dovere di cooperazione in buona fede e all'obbligo di scambiarsi informazioni (art.6.2.), i supervisori nazionali assistono inoltre la BCE nella preparazione e nell'attuazione degli strumenti di supervisione (art. 6.3). La cooperazione si pone lo scopo di assicurare un effettivo funzionamento del SSM, di cui la BCE è organo di vertice e c'è chi in dottrina la definisce "una cooperazione di tipo verticale", che mira ad assicurare l'effettivo funzionamento del Meccanismo sotto la leadership dell'autorità europea, incaricata

³⁰ Cfr. art 4.3. Reg. 1024/2013.

²⁹ Cfr. D'AMBROSIO; "Due and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings", in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia, n. 74, p. 50, dicembre 2013.

³¹ Cfr. BRESCIA MORRA, La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp. 82-83, aprile 2015.

di una supervisione generale sull'intero sistema in quanto responsabile dello stesso.³²

Peraltro, anche laddove il potere esercitato ricada nella sfera di esclusiva competenza della BCE, come nel caso della concessione dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, le Ncas svolgono un ruolo rilevante al momento della valutazione istruttoria della richiesta. In Italia, ad esempio, le disposizioni attuative dei regolamenti europei prevedono che la domanda di autorizzazione debba essere presentata formalmente alla Banca d'Italia e che quest'ultima, valutata la sussistenza delle condizioni di autorizzazione previste dal diritto nazionale, propone alla BCE il rilascio dell'autorizzazione. Negli altri casi, la Banca d'Italia respinge la domanda di autorizzazione. Analogamente nei casi di richieste di acquisizione di partecipazioni qualificate in un ente creditizio avente sede legale e direzione generale in Italia, l'istanza di autorizzazione è presentata alla Banca d'Italia la quale svolge una propria valutazione circa l'acquisizione proposta e la trasmette alla BCE, la quale prenderà la decisione definitiva in ordine al rilascio dell'autorizzazione.³³

I supervisori nazionali mantengono inoltre il diritto di ottenere informazioni sulle banche stabilite all'interno dello Stato, anche da quelle *significant* incluse nella vigilanza esercitata dalla BCE, nonché di effettuare ispezioni, autonomamente o in assistenza della BCE stessa (art. 6.2), garantendo un efficace collaborazione e coordinamento per porre in essere, se necessari, anche rapidi interventi in maniera più efficiente possibile. Le autorità nazionali informano periodicamente la BCE circa le attività svolte e i risultati conseguiti (art. 6.3).

³² Cfr. CLARICH, *Le sanzioni amministrative bancarie nel Meccanismo di vigilanza unico*, in Banca Impresa Società, n. 2, 2014, pp. 333 e ss.

³³ Cfr. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa*, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp. 82-83, aprile 2015.

Il capo III del Regolamento 1024/2013 è invece dedicato ai poteri propri della BCE: ai sensi dell'art. 9 essa può mettere in campo tutti i poteri previsti dal Regolamento stesso ed inoltre può richiedere alle autorità nazionali di esercitare i propri poteri, "in conformità delle condizioni stabilite dal diritto nazionale", qualora il Regolamento non attribuisca tali poteri alla BCE stessa. Il Regolamento in particolare distingue tra "poteri di indagine", tra cui sono ricompresi: la possibilità di richiedere informazioni (art. 10), di svolgere indagini generali (art. 11) e di effettuare ispezioni in loco (art.12), e "poteri di vigilanza specifici", tra i quali: il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (art. 14), la valutazione delle acquisizioni di partecipazioni qualificate (art. 15), i poteri di vigilanza (art. 16) e il potere sanzionatorio (art. 18).

In particolare i poteri di vigilanza ex art. 16 corrispondono a quelle misure che la BCE può imporre agli enti creditizi ai fini di esercitare concretamente i compiti ex art. 4 e costringere questi ultimi all'adozione di misure necessarie per affrontare problemi pertinenti a diverse circostanze. Si tratta quindi di una fase precedente una possibile crisi nella quale, per imporre all'intermediario la risoluzione delle difficoltà, alla BCE spettano tutti i poteri di *early intervention* con la sola esclusione delle misure di risoluzione.³⁴

³⁴ Secondo l'art. 16 del reg. 1024/2013 sono "early intervention measures" la richiesta a una banca: di dotarsi di fondi propri in misura superiore ai requisiti minimi; di limitare l'attività della banca; di limitare le remunerazioni dei managers; di rimuovere dagli organi societari un manager che non ha più i requisiti. Questa lista di poteri è stata ampliata secondo quanto previsto dagli artt. 102-104 della direttiva Capital Requirements IV (Direttiva 2013/36/EU) che stabilisce i poteri di early intervention spettanti all'autorità di vigilanza competente che, almeno per le banche significant, è certamente la BCE. Quindi, l'autorità sovranazionale di vigilanza, ha anche il potere: di chiedere il rafforzamento dei dispositivi, processi, meccanismi e strategie; di esigere che gli enti presentino un piano mirante a ripristinare la conformità ai requisiti in materia di vigilanza; di esigere che gli enti applichino una politica di accantonamenti specifici; di limitare o vietare le distribuzioni o il pagamento di interessi agli azionisti, ai soci o ai detentori di strumenti di capitale aggiuntivo se il divieto non costituisce un caso di default da parte dell'ente; di imporre requisiti specifici in materia di liquidità. Cfr. BRESCIA MORRA, La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp. 86-87, aprile 2015.

Infine l'art. 18 individua la possibilità a vantaggio della BCE di emanare sanzioni amministrative delineando in realtà un sistema complesso di divisione di competenze fra autorità nazionali e sovranazionale che ha alimentato diversi dubbi interpretativi. Nella definizione del regolamento quadro (n. 468/2014), la BCE ha chiarito l'assetto dei poteri in questa materia. ³⁵

La BCE può irrogare sanzioni amministrative nei confronti delle banche significative se la violazione ha ad oggetto atti giuridici europei direttamente applicabili quali, ad esempio, regolamenti dell'Unione europea oppure regolamenti o decisioni della Banca Centrale stessa. La BCE, inoltre, può sanzionare sia le banche significative sia le banche meno significative in caso di violazione di una regola o una decisione che impone obblighi direttamente verso essa stessa. In ogni caso, l'autorità sovranazionale può irrogare solo sanzioni di natura pecuniaria, infatti l'art. 18 individua possibili sanzioni per un ammontare massimo pari a due volte i profitti ottenuti o le perdite evitate grazie alla violazione delle regole oppure pari al 10 per cento del fatturato complessivo annuo della banca. Altro limite relativo al potere sanzionatorio diretto consiste nel fatto che essa può sanzionare solo la banca, persona giuridica, e non le persone fisiche membri degli organi di amministrazione e controllo.

In tutti gli altri casi la sanzione è applicata dall'autorità nazionale la quale, esclusivamente su richiesta della BCE, può somministrare sanzioni alle persone fisiche (membri dell'organo di amministrazione o ogni altro soggetto responsabile), può sanzionare violazioni di norme nazionali, incluse quelle di recepimento delle direttive, e può inoltre infliggere misure non pecuniarie. Nei confronti delle banche meno significative invece l'autorità nazionale ha potestà di applicare sanzioni di propria iniziativa.

_

³⁵ Cfr. art. 122 e ss. Reg. 468/2014.

Questo complesso assetto di regole e poteri in materia di sanzioni amministrative trova giustificazione nell'esigenza di conservazione del principio di distinzione di competenze in relazione alla significatività o meno dell'intermediario ma, al tempo stesso, consente al sistema di autorità SSM composto da BCE e autorità nazionali, di poter applicare tutto lo spettro di sanzioni a disposizione, proprie sia del diritto dell'Unione sia degli ordinamenti nazionali.

Il comportamento sanzionabile deve consistere, in ogni caso, in una violazione dolosa o colposa delle disposizioni espressamente richiamate da leggi o regolamenti e di quelle emanate dalle autorità di vigilanza anche se, in realtà, le autorità non sono tenute a fornire la concreta dimostrazione della colpa propria della persona giuridica o fisica.³⁶

4. Con il Regolamento (UE) n. 468 del 2014 della Banca centrale europea, adottato ai sensi degli artt. 6, par. 7 e 33, par. 2 del Regolamento n. 1024 del 2013, sono state ulteriormente sviluppate e specificate le concrete modalità di cooperazione fra la BCE e le autorità nazionali nello svolgimento delle attività di vigilanza. Tale regolamento prevede difatti l'istituzione dei *Joint Supervisory Teams*, i quali costituiscono un fondamentale raccordo fra BCE e autorità nazionali nonché la principale struttura operativa per la conduzione della vigilanza sulle banche significative.³⁷

I JST sono team composti sia da personale della BCE che da membri delle autorità nazionali dei paesi di insediamento degli enti significativi, le cui dimensioni, la composizione generale e l'organizzazione variano in base alla natura, alla complessità, all'entità, al modello imprenditoriale e al profilo di rischio del soggetto

³⁷ Cfr. IBRIDO; *L'unione bancaria europea, profili costituzionali*, cap. 2, par. 2.7.3, p.159, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

³⁶ Cfr. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche, Le regole dell'attività*, cap. 9, Par. 9.13, pp. 250 e ss., il Mulino, 2020

vigilato. Ogni JST è infatti incaricato della supervisione di uno specifico ente significativo, svolgendo le funzioni di vigilanza ordinaria, e ciascuno di essi è guidato da un coordinatore presso la BCE, coadiuvato da sub-coordinatori appartenenti alle rispettive Ncas, i quali sono anche coloro che materialmente esprimono i pareri di queste ultime.³⁸

Il coinvolgimento delle autorità di supervisione nazionale in tali attività è considerato di estrema rilevanza data la loro esperienza nella supervisione degli enti creditizi stabiliti nel territorio e nello specifico contesto economico, organizzativo e culturale di quel paese. La prossimità rispetto all'ente vigilato e il vantaggio comunicativo di poter dialogare nella stessa lingua madre costituiscono ulteriori fattori a favore del diretto coinvolgimento delle Ncas.³⁹

In tale ambito le autorità nazionali rivestono un ruolo essenziale nel controllo prudenziale del mercato bancario in quanto i sub coordinatori nazionali sono tenuti a supportare la BCE nello svolgimento dell'attività di supervisione nonché a trasmettere tutte le informazioni necessarie ad assicurare un controllo calibrato sulle specificità dei singoli mercati nazionali.⁴⁰

Al contempo garantire l'imparzialità nella conduzione dell'attività di supervisione bancaria è stata una delle ragioni, se non la principale ragione, che ha spinto verso una "centralizzazione" dell'attività a livello sovranazionale. La struttura SSM è nata infatti con il compito di assicurare che il diritto dell'Unione venga applicato alla stessa maniera in tutto il territorio e che gli enti creditizi "siano

³⁸ Cfr. WISSINK, Challenges to an Efficient European Centralised Banking Supervision (SSM): Single Rulebook, Joint Supervisory Teams and Split Supervisory Tasks, in European Business Organization Law Review, 18.3, pp. 444-445, 2017. Si veda anche EUROPEAN CENTRAL BANK; SSM Supervisory Manual; pp. 11-13; marzo 2018.

³⁹ Cfr Considerando 37 Regolamento 1024/2013. Si veda anche WISSINK, Challenges to an Efficient European Centralised Banking Supervision (SSM): Single Rulebook, Joint Supervisory Teams and Split Supervisory Tasks, in European Business Organization Law Review, 18.3, pp. 444-445, 2017.

⁴⁰ Cfr. IANGEMMA, *Evoluzione e prassi della normativa europea in materia di vigilanza*, in Diritto pubblico comparato ed europeo, Fascicolo 4, p.1093, ottobre – dicembre 2018, Società editrice il Mulino.

sottoposti ad una vigilanza ottimale sotto il profilo qualitativo e libera da considerazioni estranee all'ottica prudenziale". 41

Per garantire quindi che il coinvolgimento dei membri delle autorità nazionali non comporti un rischio per l'imparzialità che deve caratterizzare la conduzione di tale attività sono previste diverse contromisure, tra le quali il fatto che il JST coordinator non debba provenire dallo stesso paese in cui la banca è stabilita e che gli stessi coordinatori siano nominati per un periodo di 3-5 anni, essendo sottoposti, al pari degli altri membri del team, ad un "obbligo di rotazione". ⁴²

Il processo decisionale vede i JST come soggetti in primo piano nella predisposizione di una "draft proposal" che però deve essere motivata e giustificata davanti al Supervisory Board e poi formalmente adottata dal Governing Council. Anche ciò comporta un certo tipo di controllo e di distanza tra la decisione definitiva finale e l'ente vigilato.⁴³

I JST sono responsabili della redazione e dell'organizzazione del programma di revisione prudenziale e dell'esercizio dell'attività di vigilanza a livello consolidato, subconsolidato e individuale. 44 Nella loro azione di vigilanza rientrano le valutazioni del profilo di rischio degli enti, del modello imprenditoriale e della strategia, dei sistemi di gestione e controllo dei rischi e della *governance* interna. Tale attività si concretizza nell'attuazione di misure periodiche e ad hoc, nell'attuazione del

⁴² Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK; SSM Supervisory Manual, pp. 13-15, marzo 2018.

⁴¹ Cfr Considerando 12 Regolamento 1024/2013.

⁴³ Cfr. WISSINK, Challenges to an Efficient European Centralised Banking Supervision (SSM): Single Rulebook, Joint Supervisory Teams and Split Supervisory Tasks, in European Business Organization Law Review, 18.3, pp. 444-445, 2017. Si veda anche EUROPEAN CENTRAL BANK; SSM Supervisory Manual; pp. 11-13; marzo 2018.

⁴⁴ L'azione di vigilanza inizia con la pianificazione delle attività ordinarie definite nel Programma di revisione prudenziale (Supervisory Examination Programme, SEP). L'individuazione delle priorità per l'arco temporale di 12-18 mesi è fondamentale compito della BCE e, sulla base di tali priorità, viene predisposto il SEP che contempla i compiti e le attività relative alla vigilanza ordinaria e alle missioni in loco. Per un approfondimento sul punto si veda EUROPEAN CENTRAL BANK, *SSM Supervisory Manual*, pp. 65 e ss., marzo 2018.

Supervisory Examination Programme (SEP) e nell'esecuzione del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP). ⁴⁵ I JST inoltre garantiscono il coordinamento con i gruppi ispettivi, potendo partecipare anche direttamente alle ispezioni in loco, mantengono i contatti con le autorità nazionali di vigilanza, raccolgono informazioni sull'ente su base continuativa e mantengono un dialogo di vigilanza costante. Poiché il team è il diretto contatto con il soggetto da esso vigilato funge da punto unico di accesso per tutta la comunicazione con esso e con le altre autorità di vigilanza nell'ambito dell'SSM; il coordinatore del JST si occupa della distribuzione delle informazioni tra tutte le parti coinvolte.

Nella conduzione dell'attività di vigilanza i JST tengono riunioni periodiche e ad hoc con i soggetti vigilati a vari livelli gerarchici mantenendo così quel dialogo di vigilanza costante, fondamentale per l'identificazione precoce dei rischi e per l'attuazione tempestiva di eventuali misure correttive nonché per promuovere un'analisi e una comprensione comune tra i soggetti vigilati e le autorità di vigilanza circa gli esiti delle procedure di supervisione, quali lo SREP e le prove di stress. 46 Nell'ambito del processo annuale di predisposizione del SEP, ogni JST elabora, per soggetto vigilato, un calendario annuale delle riunioni principali, ogni periodicamente convocate con gli esponenti sia del gruppo sia delle controllate significative. In genere, si tiene almeno un incontro all'anno con l'amministratore delegato, con il responsabile della gestione dei rischi (Chief Risk Officer) e con il responsabile dell'amministrazione finanziaria (Chief Financial Officer), nonché con il

⁻

⁴⁵ Il "processo di revisione e valutazione prudenziale" (supervisory review and evaluation process, SREP), consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall'analisi per un dato anno e nell'indicare alla banca le azioni da intraprendere. Nello specifico, lo SREP mette a fuoco la situazione dell'intermediario relativamente a: modello imprenditoriale, governance e gestione del rischio, rischio di capitale e rischio di liquidità. Nella decisione SREP, che l'autorità di vigilanza invia alla banca a conclusione del processo, si definiscono gli obiettivi fondamentali per fronteggiare le problematiche riscontrate. La banca deve quindi effettuare un intervento correttivo nei tempi previsti.

Cfr. https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/srep.it.html ⁴⁶ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *SSM Supervisory Manual*, pp. 83-84, marzo 2018.

presidente del consiglio di sorveglianza del soggetto vigilato e con il capo della revisione interna a livello di gruppo e delle controllate rilevanti.⁴⁷

Alle attività e alle decisioni di vigilanza fanno seguito di norma alcune fasi sistematiche quali il monitoraggio della conformità e, laddove si manifesti una violazione, l'imposizione di misure amministrative e sanzioni.⁴⁸

5. In dottrina il dibattito sulla natura dell'SSM è ancora aperto in quanto diversi autorevoli studiosi della materia vedono positivamente la riforma, parlando non tanto di una cessione della sovranità quanto piuttosto di una condivisione delle competenze in tale campo⁴⁹ data da un'interazione complessa fra organi europei ed autorità nazionali sia a livello decisionale, con la partecipazione alle decisioni di rappresentanti delle autorità nazionali, sia a livello operativo – amministrativo con la conduzione della vigilanza day by day da organismi composti da membri delle autorità nazionali e da membri della BCE, i JST.⁵⁰ Per guesto il processo, seppur conducendo ad un grado di accentramento molto forte di competenze in capo all'autorità sovranazionale in tema di vigilanza, con l'obiettivo di assicurare l'integrità del mercato bancario europeo nonché il principio di parità di trattamento delle istituzioni creditizie ex art. 1 Reg. 1024/2013, non andrebbe letto in termini di "perdita di pezzi della sovranità nazionale da parte dei paesi membri".51

Altra parte della dottrina, nel commentare questo significativo cambiamento, comunque evidenzia che, pur essendo tale innovazione "coerente con la logica prudenziale che deve orientare il perseguimento della sana e prudente gestione

⁴⁷ Ibidem.

⁴⁸ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, SSM Supervisory Manual, pp. 65-67, marzo 2018.

⁴⁹ Cfr. IBRIDO; L'unione bancaria europea, profili costituzionali, passim, Giappichelli Editore, Torino, 2017.

⁵⁰ Cfr. BRESCIA MORRA; La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, pp.87-88, aprile 2015.

⁵¹ Cfr. BRESCIA MORRA, La nuova architettura della vigilanza bancaria in europa, in Banca Impresa Società, Fascicolo 1, p. 84, aprile 2015.

degli appartenenti al settore bancario"⁵², in ogni caso "il superamento della frammentazione delle forme di controllo dovrebbe avvenire in modalità che non facciano andare disperso il patrimonio conoscitivo delle autorità nazionali di supervisione" e che "il ridimensionamento di queste ultime necessita di un processo graduale rispettoso del loro ruolo storico".⁵³

Sicuramente il nuovo meccanismo di vigilanza così come disegnato ha portato ad un maggiore *level playing field* nell'ambito del sistema bancario degli stati membri dell'Ue ed il ruolo centrale della BCE, data la sua autorevolezza, ha contribuito allo scopo di ricostruire una certa fiducia verso questo mercato. L'innovazione ha portato ad un passo indietro delle autorità nazionali in nome dell'imparzialità e della parità di trattamento degli enti supervisionati tuttavia, il ruolo delle stesse, non può essere sottovalutato anche nel contesto della vigilanza sugli enti significativi per una questione di prossimità e di conoscenza del mercato interno. È quindi fondamentale che tale attività sia esercitata in un'effettiva ottica di condivisione come, tra l'altro, la stessa normativa europea richiede.

Giorgio Beltramme

⁵² Cfr. CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Cap. 2, Par. 4, p. 69, Torino Utet Giuridica, 2014.

⁵³ Cfr. CAPRIGLIONE; *Evoluzione della disciplina di settore*, in CAPRIGLIONE (A CURA DI); *Manuale di diritto bancario e finanziario, seconda edizione*, cap. 2, Sez. 2, par. 10, p. 88, Wolters Kluver – CEDAM; 2019.

II. "RAIFFEISEN SÜDTIROLIPS" NEL CONTESTO DELLA COOPERAZIONE DI CREDITO DELL'UNIONE EUROPEA***

(The "Raiffeisen Südtirol IPS" in the context of cooperative lending in the European Union)

ABSTRACT: The epidemiological crisis due to the spread of coronavirus (COVID-19) has once again demonstrated the strategical role that cooperative banks have historically been carrying out by supporting the local population and SMEs in times of financial instability and uncertainty.

In this context, it may be interesting to observe how the Raiffeisenbanks headquartered in the territory of the Autonomous Province of Bolzano in South Tyrol have been able to preserve their autonomy and independence by entering the "Raiffeisen Südtirol IPS", the first and unique Italian Institutional Protection Scheme, officially recognised by the Bank of Italy at the end of 2020.

This study investigates the provisions of Art. 113 (7) of the (EU) CRR, which defines an IPS as a contractual or statutory liability arrangement stipulated between credit institutions to avoid bankruptcy by ensuring their liquidity and solvency.

At present, such Institutional Protection Schemes are to be found also in Austria, Germany, Poland, and Spain. Whereas especially German and Austrian cooperative banks show a consolidated tradition of resorting to protection schemes, starting from 2016 Italian cooperative banks have been forced to join a cooperative banking group with the exemption of those situated in the Autonomous Provinces of Trento and Bolzano, which can opt for entering an IPS.

The main findings suggest that an IPS constitutes a valuable instrument for

responsabilità dell'Amministrazione di appartenenza.

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio. ** Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la

cooperative banks whose existence is of particular importance for society and entrepreneurship.

SOMMARIO: 1. Il caso studio *Raiffeisen Südtirol IPS* quale *unicum* nel panorama nazionale – 2. Il *framework* regolamentare europeo – 3. La disciplina italiana: la genesi dell'art. 37-bis, co. 2 TUB – 4. La struttura ed il funzionamento del *Raiffeisen Südtirol IPS* – 5. IPS nell'Unione Europea: uno sguardo d'insieme – 6. IPS e Gruppi Bancari Cooperativi a confronto: due approcci differenti – 7. Considerazioni conclusive.

1. Durante i primi mesi di *lockdown* imposto dalla crisi sanitaria causata dal COVID-19 sono riaffiorati, nel lessico quotidiano, sostantivi quali "solidarietà", "resilienza", "mutualità", indicativi del complesso di valori posti a fondamento della cooperazione, quale possibile soluzione al superamento della dicotomia individuo *versus* collettività.

Ed invero, in tale contesto di emergenza è stata riconfermata la centralità delle banche di credito cooperativo (BCC) nella gestione di crisi¹, fornendo le medesime una risposta concreta alle necessità di famiglie e piccole-medie imprese.

Volgendo lo sguardo alla terra di confine della Provincia Autonoma di Bolzano in Alto Adige-Südtirol, si rileva tutt'oggi una radicata presenza di BCC ispirate al movimento cooperativo che porta il nome del padre fondatore:

¹ Il credito cooperativo moderno, tra i cui pionieri vanno citati Schulze-Delitzsch e Raiffeisen, si è sviluppato nel XIX secolo, in un periodo caratterizzato da un'industrializzazione guidata dal liberalismo e che aveva causato la caduta in povertà del ceto contadino e dei piccoli commercianti. Interessante la definizione di "Kinder der Not", figlie del bisogno, data alle cooperative Raiffeisen sviluppatesi in Austria e in Germania. Cfr. WERNER, Die Anfänge der Raiffeisen-Genossenschaftsbewegung im Gebiet des heutigen Österreich bis zum Ende der k.u.k. Donaumonarchie in Die Anfänge der modernen Genossenschaftsbewegung in Bayern, Österreich und Südtirol in Schriftreihe zur Genossenschaftsgeschichte, Bayerischer Raiffeisen – und Volksbanken -Verlag, München, 1998, p. 204 ss.

Friedrich Wilhelm Raiffeisen (1818 – 1888)².

Più in particolare, oltre alla Cassa Rurale di Renon e della Cassa Raiffeisen di San Martino in Passiria, si contano 39 *Raiffeisenkassen* che, al pari della Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige, sono associate alla Federazione delle Cooperative Raiffeisen dell'Alto Adige-Südtirol e costituiscono il cosiddetto "Raiffeisensystem", cioè il sistema Raiffeisen, operativo sul territorio da oltre 130 anni³.

L'anno 2020 ha segnato un importante traguardo per le Casse Raiffeisen e il loro istituto centrale. Con l'avvenuto riconoscimento del "Raiffeisen Südtirol IPS", ossia il primo sistema di tutela istituzionale italiano⁴ è stato costituito uno strumento di protezione reciproca nel segno della mutualità e della solidarietà, grazie al quale l'autonomia del singolo istituto è stata preservata. Conseguentemente, tali istituti possono oggi continuare a prestare la propria attività in favore della popolazione e dell'imprenditoria locale, confermando la propria presenza strategica anche in periodi di crisi.

2. Al fine di meglio comprendere la portata di quanto fin qui affermato, è necessario analizzare la disciplina del sistema di tutela istituzionale, che è frutto della normativa eurounitaria.

Più in particolare, l'art. 113, par. 7 del Regolamento (UE) nr. 575/2013⁵, conosciuto anche come regolamento sui requisiti patrimoniali ("Capital Reguirements Regulation", CRR), definisce un siffatto sistema di tutela istituzionale

² Cfr. HISTORISCHER VEREIN BAYERISCHER GENOSSENSCHAFTEN E.V., Introduzione, Hermann Schulze-Delitzsch zum 200sten und Friedrich Wilhelm Raiffeisen zum 190sten Geburtstag.— Verwirklichung einer Idee — Beiträge zur Genossenschaftsgeschichte, in Schriftreihe zur Genossenschaftsgeschickte, UNIVERSAL, München, 2009.

³ Si v. https://www.raiffeisenverband.it.

⁴ Jahresbericht 2020, p. 15, https://www.raiffeisenverband.it.

⁵ Si v. https://eur-lex.europa.eu/homepage.html.

(Institutional Protection Scheme, IPS) quello stipulato rispettivamente tra enti creditizi e controparti quale "accordo sulla responsabilità previsto in via contrattuale o dalla legge che tutela tali enti e, in particolare, assicura la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario".

Un IPS consiste, dunque, in un accordo di tipo civilistico che prevede un meccanismo di solidarietà, la cui attivazione permette agli enti aderenti di poter usufruire di un sostegno sufficiente qualora gli stessi dovessero versare in una situazione economica critica, tale da comportare difficoltà in termini di liquidità e/o solvibilità da cui potrebbe conseguirne il fallimento.

Gli interventi dell'IPS si concretizzano attraverso il ricorso a fondi alimentati dagli enti partecipanti al sistema di tutela istituzionale medesimo⁶, laddove generalmente si distingue tra fondi prontamente disponibili che confluiscono in un cosiddetto Fondo *ex ante*⁷ e mezzi finanziari aggiuntivi⁸ che, invece, possono essere chiamati a fornire gli enti partecipanti qualora i primi non siano sufficienti per effettuare gli interventi ritenuti necessari.

Posto che agli enti partecipanti ad un IPS è riconosciuta la possibilità di usufruire di un regime derogatorio relativamente ai requisiti di vigilanza prudenziale⁹, il Regolamento CRR sottopone l'operatività del medesimo IPS all'autorizzazione da parte delle Autorità competenti (ANC)¹⁰, le quali rilasceranno il relativo provvedimento di riconoscimento sulla base delle proprie valutazioni effettuate caso per caso, previo svolgimento di un'analisi olistica che abbraccerà

⁶ Si v. MICCÙ, Le recenti "riforme" del credito cooperativo alla prova della Costituzione: spunti critici e ricostruttivi in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 3/2018 – supplemento, p. 79.

⁷ Vedasi, a titolo esemplificativo, lo Statuto del "Raiffeisen Südtirol IPS", ma anche la struttura di entrambi gli IPS austriaci e l'IPS cui aderiscono le Cajas Rurales spagnole.

⁸ Cfr. Art. 35 dello Statuto del "Raiffeisen Südtirol IPS".

⁹ Ai sensi dell'art. 113, par. 7, CRR, è prevista la facoltà in capo agli enti aderenti ad un IPS di attribuire alle esposizioni nei confronti di quelle controparti con cui gli enti stessi abbiano stipulato un IPS, un fattore di ponderazione del rischio pari allo 0%.

¹⁰ A seconda che si tratti di IPS cui aderiscono solo enti *significant*, ovvero solo enti *less significant*, ovvero che l'IPS sia del tipo "ibrido", la competenza è demandata in via esclusiva alla BCE, alle ANC ovvero alla BCE in collaborazione con il relativo supervisore nazionale.

l'insieme degli aspetti e dei criteri fissati dal regolatore e che terrà conto delle eventuali informazioni aggiuntive acquisite nell'ambito dell'attività istruttoria svolta.

Più in particolare, l'Autorità dovrà – a titolo esemplificativo ma non esaustivo – accertare che (i) i membri dell'IPS istante siano stabiliti nel medesimo Stato membro e siano dotati di un profilo d'attività prevalentemente omogeneo; (ii) l'ente gestore sia dotato di adeguati presidi di natura tecnico-organizzativa al fine di consentire lo svolgimento delle proprie funzioni all'interno del sistema di tutela istituzionale; (iii) siano previsti strumenti per il monitoraggio e la classificazione dei rischi di ciascun membro dell'IPS; (iv) il sistema di tutela possa impartire istruzioni e raccomandazioni nei confronti degli enti aderenti, al fine di consentire in capo all'IPS stesso la possibilità di influenzare la situazione di rischio dei propri membri; (v) gli enti partecipanti siano tenuti a rispettare un preavviso di almeno 24 mesi qualora intendessero recedere dal sistema di tutela ovvero porvi fine¹¹.

Nello svolgimento di tali attività le ANC fanno riferimento, in particolare, alla "Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale ai fini prudenziali" e alla "Guida della BCE sulle opzioni e sulle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione"¹², entrambe emanate nel 2016 dalla Banca Centrale Europea (BCE) al fine di giungere ad un'armonizzazione delle disposizioni di vigilanza.

Tutto ciò considerato, tra le caratteristiche salienti di un sistema di tutela istituzionale si annovera l'elevato livello di autonomia e indipendenza che mantengono i singoli enti creditizi che aderiscono all'IPS medesimo sicché, a

¹¹ Si v. la *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale a fini prudenziali* della BCE, www.bankingsupervision.europa.eu.

¹² www.bankingsupervision.europa.eu.

parere di autorevole dottrina, "negli IPS l'autonomia delle singole entità è la regola di fondo"¹³. È evidente che, sulla base di tale assunto, si può pacificamente ritenere che la fattispecie dell'IPS si discosta da quella del gruppo bancario consolidato, come peraltro già statuito dalla BCE¹⁴.

Ed in effetti, il citato regime derogatorio è di portata inferiore rispetto a quello prospettato nel caso di un cosiddetto *network* di banche affiliate permanentemente ad un organismo centrale, preposto al loro controllo, di cui all'art. 10, CRR.

Di conseguenza, se gli enti aderenti accettassero di sottostare a regole più rigide, come nel caso della conformazione di cui al citato articolo 10, allora non vi sarebbe alcuna ragione per applicare il regime derogatorio di cui all'art. 113 par. 7, CRR, di ben minore entità rispetto a quello previsto ex art. 10^{15} .

Nondimeno, l'adozione di un IPS consente di accentrare l'esecuzione di servizi e funzioni di *corporate center*, pur non conseguendo da ciò la costituzione di una effettiva struttura di gruppo¹⁶.

A ben considerare, appare ragionevole intravedere in un IPS uno strumento organizzativo grazie al quale risulta possibile preservare il localismo che caratterizza gli enti aderenti, nonché potenziarne la solidità finanziaria ¹⁷.

Ed invero, ad oggi si registra la presenza di sistemi di tutela istituzionale nei settori del credito cooperativo e delle casse di risparmio, da sempre

¹³ Così si esprime TROIANO, *La riforma delle bcc e i sistemi di tutela istituzionale* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3/2018 – supplemento, p. 186.

¹⁴ Introduzione alla *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale a fini prudenziali* della BCE, op. cit.

¹⁵ Si v. STERN, Regulating Liquidity Risks within "Institutional Protection Schemes" in Beijing Law Review, Vol. 5, nr. 3, 2014, p. 210-239, http://dx.doi.org/10.4236/blr.2014.53020.

¹⁶ Cfr. BARBAGALLO, *Intervento al Seminario istituzionale sulle tematiche relative alla riforma del settore delle banche di credito cooperativo*, Senato della Repubblica, Roma, 15 ottobre 2015, p. 5.

¹⁷ Così CAPRIGLIONE, *Per un nuovo trade off tra localismo e stabilità* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3/2018 – supplemento, p. 35.

contraddistinti da un forte grado di autonomia¹⁸ e specializzazione¹⁹.

3. A questo punto della trattazione, risulta appropriato soffermarsi sul quadro regolamentare interno che disciplina l'attività delle banche di credito cooperativo italiane, ripercorrendone brevemente la genesi.

Ebbene, con l'entrata in vigore della cd. *Riforma delle banche di credito cooperativo*²⁰, all'art. 33 del TUB è stato aggiunto il comma 1-*bis*, con il quale è stata sancita in capo alle BCC l'obbligatorietà dell'adesione ad un gruppo bancario cooperativo (GBC), quale condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, così conseguendo la "grande dimensione bancaria"²¹.

All'indomani di tale intervento legislativo, la Federazione delle Cooperative Raiffeisen si adoperava affinché venisse apportata una modifica al testo normativo per consentire alle BCC operanti in Alto Adige-Südtirol di poter scegliere tra la costituzione di un (autonomo) gruppo bancario cooperativo e l'adesione ad un sistema di tutela istituzionale di cui all'art. 113, par. 7, CRR²².

Difatti, con l'emanazione del D.L. 23 ottobre 2018, nr. 119, convertito dalla L. 17 dicembre 2018, nr. 136, veniva modificato il co. 1-bis dell'art. 37-bis del TUB, secondo il quale ora viene riconosciuta in capo alle BCC aventi sede legale nelle Province Autonome di Trento e di Bolzano, la facoltà di "adottare, in alternativa alla costituzione del gruppo bancario cooperativo, sistemi di tutela istituzionale, in coerenza con quanto previsto dall'articolo 113, paragrafo 7, del regolamento (UE)

¹⁸ L'autonomia è da considerarsi quale un valore fondativo dell'identità di una banca di credito cooperativo. Si v. inter alia ZAMAGNI, *La cultura cooperativa come fattore competitivo*. *Ovvero, come coniugare finanza di sistema e autonoma delle BCC-CR* in *Banche di comunità*. *Cambiare senza tradire*. *Scritti di credito e finanza*, a cura di DORIGATTI, Ecra, Roma, 2018, p. 21 ss.

¹⁹ In tal senso, *ex multis*, PELLEGRINI, *La funzione delle BCC in un mercato in trasformazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, nr. 4/2015 – supplemento, p. 71.

²⁰ La Riforma è stata avviata con l'emanazione del D.L. 14 febbraio 2016, n. 18.

²¹ Cfr. inter alia MIGLIONICO, Grande dimensione e regolazione del credito cooperativo, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 4/2018 – supplemento, p. 504.

²² Jahresbericht 2020, p. 17, op. cit.

n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 agosto 2013".

A ben guardare, per quanto riguarda le caratteristiche che un IPS italiano deve soddisfare al fine del suo riconoscimento, il legislatore si è limitato a rinviare al Regolamento CRR che, d'altronde, costituisce fonte normativa europea di rango primario ed è, quindi, per definizione obbligatorio in ciascuno dei suoi elementi e direttamente applicabile negli Stati membri dell'Unione Europea.

In questo senso, risultano coerenti le scelte fatte dai regolatori degli altri Stati membri (Austria, Germania, Polonia e Spagna) in cui sono attualmente attivi sistemi di tutela istituzionale, sostanzialmente rinviando i relativi ordinamenti giuridici a quanto stabilito a livello europeo in materia di IPS²³.

4. Successivamente all'intervenuta novella legislativa, nel mese di dicembre 2018 i Consigli di Amministrazione delle Casse Raiffeisen deliberavano di intraprendere i passi necessari per l'istituzione di un IPS, in alternativa alla costituzione di un GBC autonomo²⁴.

Conseguentemente, già agli inizi del 2019 venivano avviati i lavori della *task force* formata da rappresentanti delle Casse Raiffeisen, della Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige S.p.A. e della Federazione, cui era stato affidato l'incarico di redigere l'istanza per il riconoscimento del sistema di tutela istituzionale Raiffeisen del Sudtirolo ai sensi dell'art. 37-bis, co. 1-bis del TUB²⁵.

Quale ulteriore step necessario alla realizzazione del progetto, il 14 giugno

-

²³ La legge austriaca sui sistemi di tutela dei depositi e sull'indennizzo dei depositanti, "Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz" prevede che l'Autorità di vigilanza nazionale possa riconoscere un IPS come sistema di garanzia dei depositi a determinate condizioni, tra cui si cita il rispetto dei requisiti di cui all'art. 113, par. 7, CRR. Al pari, la legge tedesca sulla tutela dei depositi "Einlagensicherungsgesetz" al § 2 rinvia alla medesima norma europea. Lo stesso dicasi a riguardo dell'"Act of 7 December 2000 on the operation of cooperative banks, their affiliation and affiliating banks" polacco e della "Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito" spagnola, art. 10 bis.

²⁴ Jahresbericht 2020, p. 17, op. cit.

²⁵ Ibidem.

2019 le 39 Casse Raiffeisen, la Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige S.p.A. e la RK Leasing S.r.l. costituivano la società cooperativa con funzioni consortili denominata "Raiffeisen Südtirol IPS Società cooperativa" (in sigla RIPS), alla quale veniva demandata la funzione di ente gestore dell'IPS in parola²⁶.

Il 30 dicembre 2019, la neocostituita RIPS unitamente ai suoi soci, presentava alla Banca d'Italia l'istanza di riconoscimento del *Raiffeisen Südtirol IPS*. A valle del relativo procedimento amministrativo, l'istanza veniva infine accolta in data 3 novembre 2020²⁷.

Il funzionamento del *Raiffeisen IPS* è regolato da un *framework* documentale costituito dallo Statuto, dal Regolamento IPS, dal Regolamento elettorale e da disposizioni in materia di *"Governo societario e procedure di interazione e comunicazione"*.

L'attività dell'ente gestore si regge ed è disciplinata dal principio della mutualità senza fine di speculazione privata e persegue un preciso scopo mutualistico e consortile che si estrinseca nella salvaguardia della liquidità e della solvibilità degli enti soci aderenti mediante la gestione di un IPS, "promuovendo standard e metodologie uniformi per i sistemi di gestione e controllo dei rischi" 28.

Più in particolare, il RIPS: (i) "promuove l'uniformità dei sistemi di gestione e controllo dei rischi mediante l'adozione di istruzioni o raccomandazioni"; (ii) "può compiere tutte le operazioni e gli atti necessari o utili alla realizzazione degli scopi sociali; può, inoltre, emettere nei confronti dei soci obbligazioni ed altri strumenti finanziari e ricevere prestiti dagli stessi, finalizzati al raggiungimento dell'oggetto sociale, secondo i criteri ed i limiti fissati dalla legge e dai regolamenti" 29.

Ai sensi dell'art. 5 dello Statuto, per poter assumere la qualifica di socio del

²⁷ Jahresbericht 2020, p. 16, https://www.raiffeisenverband.it.

²⁶ Ibidem.

²⁸ Si v. Statuto, Art. 3 Scopo mutualistico e consortile.

²⁹ Ibidem, Art. 4 Oggetto sociale.

Raiffeisen IPS, è inter alia necessario che la sede della singola BCC si trovi nel territorio della Provincia Autonoma di Bolzano.

Il patrimonio dell'ente gestore è composto dal capitale sociale, dalla riserva di utili legale indivisibile, dalla riserva volontaria e dal sovrapprezzo, qualora riscosso. Più in particolare, gli utili annuali sono attribuiti per disposizione statutaria a riserva legale indivisibile nella misura non inferiore al 30% mentre è prevista in capo all'Assemblea la facoltà di destinare utili alla costituzione di ulteriori riserve indivisibili.

Per quanto concerne la *governance* della società, si è optato per il sistema tradizionale, donde gli organi sociali sono rispettivamente l'Assemblea dei Soci, il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale³⁰. Il sistema di votazione dell'Assemblea si regge sul principio del voto capitario, che d'altronde costituisce una delle regole che governano l'attività delle BCC³¹. All'esecuzione delle delibere degli organi sociali è preposto il Direttore Generale che, tra l'altro, non può ricoprire la carica di Direttore presso i soci.

In conformità al quadro regolamentare di riferimento³², l'articolo 33 dello Statuto prevede in capo all'IPS l'obbligo di garantire il sostegno finanziario ai soci – previa apposita istanza presentata dal socio in difficoltà – affinché possano esserne assicurate la solvibilità e la liquidità. L'erogazione di siffatti sostegni, la cui entità è limitata nella misura dei mezzi finanziari di cui è complessivamente dotato il Fondo di tutela, può essere assoggettata a condizioni determinate dall'ente gestore in conformità al Regolamento dell'IPS.

Secondo il disposto dell'articolo 35 dello Statuto, il Fondo di tutela di cui al

³⁰ Cfr. Titolo V dello Statuto, recante le disposizioni in materia di organi sociali e governo societario.

³¹ Così *inter alia* TROIANO, *Le banche*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, Milano, 2019, p. 356.

³² Cfr. ad es. Guida della BCE sulle opzioni e sulle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione, op. cit.

paragrafo precedente è alimentato da mezzi finanziari *ex ante* e quindi prontamente disponibili, così come da mezzi finanziari aggiuntivi.

I cosiddetti mezzi *ex ante* vengono versati dai soci con cadenza almeno annuale, laddove la dotazione complessiva sia raggiunta entro la fine del 2028.

Per consentire all'ente gestore di quantificare i mezzi finanziari necessari alla dotazione del Fondo *ex ante*, è previsto lo svolgimento di prove di stress (i.e. *stress test*) con cadenza annuale.

Ai sensi dell'art. 37 dello Statuto, siffatti mezzi *ex ante* sono "investiti in attività liquide opportunamente diversificate e sicure, liquidabili in ogni momento, e il cui valore non dipende dalla solvibilità e dalla posizione di liquidità dei soci".

Al fine di garantire una visione completa delle situazioni di rischio dei membri dell'IPS, nonché del sistema nel suo complesso, il RIPS adotta strumenti adeguati a svolgere la classificazione ed il monitoraggio dei rischi.

A seconda delle risultanze ottenute dallo svolgimento di siffatte attività, l'ente gestore è messo nelle condizioni di individuare tempestivamente eventuali situazioni anomale cui porre rimedio mediante l'attivazione di interventi che possono assumere carattere informativo, correttivo e/o finanziario, da definirsi secondo il principio di proporzionalità.

Al fine di assicurare il funzionamento dell'IPS l'ente gestore può, inoltre, emanare istruzioni e formulare raccomandazioni nei confronti degli enti aderenti e, all'accadere di determinati eventi, azionare il proprio potere sanzionatorio delineato all'art. 49 dello Statuto.

È così che si esplica la "possibilità di influenza"³³ da parte dell'ente gestore, il quale è tenuto in ogni caso a rispettare l'autonomia dei singoli enti aderenti.

³³ Cfr. Sezione 2 della *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale a fini prudenziali* della BCE, op. cit., ma anche la *Guida della BCE sulle opzioni e sulle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione*, op. cit.

Per quanto riguarda il citato Regolamento dell'IPS, il medesimo è stato adottato con delibera assembleare nel dicembre 2020.

Più in particolare, siffatto Regolamento regola *inter alia* (i) le modalità di calcolo delle quote di contribuzione al Fondo di tutela, (ii) le modalità da adottare per l'esecuzione delle prove di stress, (iii) le condizioni e i modi di erogazione del sostegno finanziario a favore dei membri, (iv) la definizione della tipologia dei dati e dei documenti soggetti agli obblighi di trasmissione in capo ai soci, (v) le caratteristiche delle sanzioni pecuniarie che l'ente gestore può comminare, e così via.

Il Regolamento elettorale, adottato dall'Assemblea con apposita delibera nel mese di dicembre 2020, riporta invece la disciplina in materia di elezione delle cariche sociali della società cooperativa quale ente gestore dell'IPS in parola.

Per quanto concerne, infine, il documento recante disposizioni in materia di "Governo societario e procedure di interazione e comunicazione", adottato con delibera assembleare nel settembre 2020, in questa sede risulta sufficiente rilevare che il medesimo consta di due parti, di cui la prima descrive il modello di governance societaria scelto, mentre la seconda reca indicazioni relativamente alla struttura aziendale, ivi compresa una descrizione dei sistemi informativi, le modalità di eventuale esternalizzazione di servizi e del sistema di continuità operativa.

Da ultimo e per completezza di esposizione, si riporta che all'articolo 96, co. 1-bis del TUB è contemplata la possibilità del riconoscimento di un IPS quale sistema di garanzia dei depositanti. Ad oggi, non è stata presentata alcuna istanza da parte dell'ente gestore del *Raiffeisen Südtirol IPS* volta ad ottenere un tale provvedimento di riconoscimento.

5. Come peraltro già evidenziato in narrativa, il Raiffeisen IPS

sudtirolese costituisce un *unicum* nel panorama italiano. Nel contesto dell'Unione Europea, ad oggi, si riscontra la presenza di IPS di lunga tradizione operanti in Austria, Germania, Spagna e Polonia³⁴.

I sistemi di tutela istituzionale attivi in Austria e Germania sono stati ufficialmente riconosciuti anche come sistemi di garanzia dei depositi ai sensi dell'art. 4, paragrafo 2, co. 2 della Direttiva (UE) nr. 2014/49³⁵.

Per quanto concerne la Repubblica austriaca, i due IPS esistenti fanno capo alle realtà di due maggiori gruppi bancari austriaci, segnatamente *Raiffeisen Banken Gruppe* e *Sparkassengruppe*.

La storia degli IPS presenti all'interno del gruppo bancario austriaco *Raiffeisen* risale al 2014³⁶, laddove l'anno 2021 ha segnato un cambiamento piuttosto radicale nella struttura del gruppo, essendo stato costituito un nuovo IPS.

Premesso che il gruppo in parola è il più grande gruppo bancario austriaco, esso si compone di una struttura a tre livelli costituita rispettivamente dalle autonome *Raiffeisenbanken* locali, dalle otto autonome *Landesbanken* e dall'istituto vertice del gruppo, la *Raiffeisen Bank International AG*³⁷.

La precedente strutturazione degli IPS rispecchiava l'assetto organizzativo del gruppo. Difatti, esisteva un IPS che si collocava a livello federale, il "Bundes-

41

³⁴ Declaration of Institutional Protection Schemes in Europe, 6 aprile 2021, https://www.bvr.de.

³⁵ La gestione dei tre sistemi di garanzia dei depositi ad oggi esistenti in Austria è demandata, rispettivamente, alla *Einlagensicherung AUSTRIA Ges.m.b.H.*, alla *Österreichische Raiffeisen-Sicherungseinrichtung eGen* (per l'IPS Raiffeisen) e alla *Sparkassen-Haftungs GmbH* (per l'IPS delle Sparkassen austriache). Si v. https://www.fma.gv.at/banken/einlagensicherung. In Germania, la *BVR Institutssicherung GmbH* gestisce il sistema di garanzia dei depositi dell'IPS delle Volksbanken e delle Raiffeisenbanken: https://www.bvr-institutssicherung.de, mentre per le Sparkassen tedesche il sistema di garanzia dei depositi è costituito dall'IPS *Sicherungssystem*, gestito dall'Associazione DSGV, https://www.dsgv.de/sparkassen-finanzgruppe/sicherungssystem.html.

³⁶ Aggregierte Zusammenfassungsrechnung 2020, https://www.raiffeisen.at/tirol/rlb/de.

³⁷ Geschäftsbericht 2021, https://www.rbinternational.com/de.

IPS" e, inoltre, vi erano IPS che operavano a livello regionale, cosiddetti "Landes-IPS", costituiti rispettivamente dalla *Landesbank* e dalle *Raiffeisenbanken* del relativo Land³⁸.

A conclusione di un *iter* riorganizzativo, alla fine del mese di giugno 2021, il *B-IPS* e i vari *L-IPS* sono stati sciolti e contestualmente è avvenuto il trasferimento dei relativi patrimoni separati a favore del nuovo *Raiffeisen-IPS*, cui aderiscono la RBI e le sue affiliate austriache, le *Landesbanken* e le *Raiffeisenbanken*³⁹.

Nella compagine attuale, la RBI è qualificata quale banca *significant* ed è, quindi, soggetta alla vigilanza diretta della BCE. Le *Landesbanken* e *Raiffeisenbanken* sono, al contrario, soggette alla supervisione dell'Autorità nazionale, la FMA⁴⁰.

Rimanendo in Austria, risulta particolarmente interessante la struttura complessa in cui si innesta l'IPS istituito in seno al gruppo delle *Sparkassen* austriache. Più in particolare, trattasi del *"Haftungsverbund des österreichischen Sparkassensektors"*, uno "schema di garanzia incrociata" (*"cross-guarantee scheme"*) di cui all'art. 4, par. 1, cifra 127 in combinato disposto con l'art. 84, CRR e la cui costituzione risale all'anno 2001⁴¹.

Siffatto schema costituisce un ulteriore regime derogatorio cui possono accedere gli enti creditizi aderenti ad un IPS che hanno istituito tale sistema di garanzia incrociata. Ed infatti, la *Erste Group Bank AG* e le Casse di Risparmio austriache aderiscono all'IPS "Haftungsverbund der österreichischen Sparkassen", attivo dal 2014 e il cui Fondo *ex ante* viene gestito dalla società *IPS GesbR*⁴².

Ne consegue che i membri del sistema di controgaranzia delle Sparkassen

_

³⁸ Si citano, ad esempio, "*L-IPS Steiermark*", "*L-IPS Tirol*", "*L-IPS NÖ-Wien*". Si v. *Gemeinsamer Verschmelzung sbericht über die Verschmelzung der Zentralbank Österreich AG und der Raiffeisen Bank International AG*, https://www.rbinternational.com/de.

³⁹ Geschäftsbericht 2021, p. 21, https://www.rbinternational.com/de.

⁴⁰ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁴¹ Jahresfinanzbericht 2021, https://www.erstegroup.com/de/home.

⁴² Ibidem.

austriache sono soggetti alla vigilanza diretta della BCE⁴³.

In Germania si contano altrettanti due IPS, rispettivamente insediati l'uno presso l'Associazione delle *Volksbanken* e delle *Raiffeisenbanken*, "Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken" (BVR) e l'altro presso l'Associazione delle *Sparkassen*, "Deutscher Sparkassen- und Giroverband" (DSGV).

L'IPS istituito presso l'Associazione BVR consta di un "sistema di garanzia dualistico" che opera per il mezzo di un sistema di garanzia ad adesione volontaria, denominato "Sicherungseinrichtung" (SE-St), e di un IPS gestito dalla società BVR Institutssicherung GmbH (BVR-ISG)⁴⁴.

Preme rilevare che le radici del sistema *Sicherungseinrichtung* risalgono al lontano anno 1934 quando, in seguito alla grande crisi economico-bancaria degli anni '30, questo venne istituito con l'obiettivo di garantire che le banche aderenti fossero in grado di onorare gli obblighi finanziari contratti, soprattutto nei confronti dei clienti privati e dei loro depositi. Siffatto sistema di garanzia non solo è stato il primo del genere finanziato interamente dal settore privato, senza intervenzione statale, ma addirittura detiene il primato di essere il più vecchio al mondo⁴⁵.

Le *Volksbanken* e le *Raiffeisenbanken* tedesche risultano essere banche *less significant* e sono, dunque, soggette alla vigilanza diretta del supervisore nazionale, la BaFin⁴⁶.

Anche l'IPS istituito in seno all'Associazione DSGV vanta radici piuttosto lontane, essendo stato già negli anni '70 del secolo scorso istituito un sistema di garanzia ("Sicherungssystem") con il duplice obiettivo di evitare l'insolvenza delle

⁴³ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁴⁴ https://www.bvr.de.

⁴⁵ Ibidem.

⁴⁶ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

banche aderenti da un lato, e di tutelare i depositi dei clienti dall'altro lato⁴⁷.

Siffatto sistema di garanzia è costituto da 13 fondi connessi funzionalmente l'uno all'altro, di cui 11 sono fondi di tutela regionali delle Casse di Risparmio, uno è il Fondo degli istituti centrali/*Girozentralen* e uno è il Fondo delle *Landesbausparkassen*.

Un ulteriore Stato Membro dell'UE in cui si rinvengono IPS attivi è la Polonia, che ne conta due, entrambi istituiti in forma di società cooperativa in seno ad Associazioni di rappresentanza di BCC⁴⁸. Ulteriore caratteristica che accumuna tali IPS consiste nel fatto di essere i medesimi composti da una banca commerciale *affiliating* e dalle banche cooperative azioniste della medesima. Tutte le banche aderenti sono soggette alla vigilanza della *Komisja Nadzoru Finansowego*, in quanto la Polonia non fa parte dell'Eurosistema, né dell'Unione Bancaria Europea.

In particolare, presso l'Associazione "Affiliation of Cooperative Banks", è istituito il "Cooperative IPS Protection System for the association of the Cooperative Banking Group", costituito con la sottoscrizione del relativo accordo in data 23 novembre 2015 da parte di rappresentanti della citata Associazione e dei membri del Consiglio di Amministrazione della banca affiliante, la SGB-Bank S.A.⁴⁹

Presso l'Associazione "Association of Bank Polskiej Spółdzielczości", è istituito il secondo IPS polacco, "BPS Institutional Protection Scheme". Anch'esso è stato costituito nel 2015 ed è gestito dalla società cooperativa "Cooperative of the Association System of the Association of Bank Polskiej Spółdzielczości".

Di siffatto IPS fa parte la Banca affiliante *Bank Polskiej Spółdzielczości Spółka Akcyjna*, che conta oltre 300 banche di credito cooperativo associate⁵⁰.

⁴⁷ https://www.dsgv.de/sparkassen-finanzgruppe/sicherungssystem.html.

⁴⁸ DEC – MASIUKIEWICZ, *Model of Institutional Protection Scheme in Polish Cooperative Banks* in *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, Sezione H, Vol. nr. 52, nr. 6, 2018, p. 25-35, http://oeconomia.annales.umcs.pl.

⁴⁹ https://ips-sgb.pl/en.

⁵⁰ https://www.bankbps.pl/en.

Non da ultimo, anche in Spagna sono attivi sistemi di tutela istituzionale. In particolare, nel sistema legislativo spagnolo si rinvengono due tipologie di IPS cui possono aderire le banche di credito cooperativo⁵¹.

Per effetto di una modifica normativa apportata alla "Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito" nel 2017, le banche di credito cooperativo spagnole possono oggi istituire alternativamente un "sistema institucional de protección reforzado" ovvero un cosiddetto "sistema institucional de protección normativo" di cui all'art. 113, par. 7, CRR.

La disciplina del sistema istituzionale *reforzado* o de *mutualización plena*, noto anche come "fusión fría" (fusione fredda) o "fusión virtual" (fusione virtuale) recata dall'articolo 25 del Regio Decreto-Legge spagnolo nr. 6/2010, del 9 aprile, è stata con il tempo soggetta a vari interventi da parte del legislatore, anche su impulso della Banca centrale spagnola⁵². Più in particolare, siffatto IPS deve risultare coerente con quanto stabilito al già citato articolo 10 del Regolamento CRR e agli ulteriori requisiti riportati dalla normativa spagnola in vigore.

Attualmente, è attivo un IPS del tipo *normativo* costituito in seno al gruppo bancario *Grupo Caja Rural*, denominato "Sistema Institucional de Protección – *Grupo Caja Rural*". Siffatto IPS è nato al volgere dell'anno 2017, quando per effetto dell'intervenuta novella legislativa, le casse rurali associate alla "Asociación Española de Cajas Rurales" (AECR), il Banco Cooperativo e la *Grucajrural Inversiones*, S.L. hanno sottoscritto un accordo quadro per la sostituzione del meccanismo di solidarietà a quella data già attivo, mediante l'istituzione di un IPS

Si v. VÀZQUEZ PENA, La modificación de la ley de cooperativas de crédito a través del real decreto-ley 11/2007, de medidas urgentes en materia financiera, in CES COOPERATIVISMO E ECONOMÍA SOCIAL, nr. 40, 2017-2018, p. 365-371, http://revistas.webs.uvigo.es/index.php/CES.
 PALOMO ZURDO – GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, El Desajuste del crédito en el sistema bancario y la acción de la economía social: el camino de la reestructuración, in REVESCO, nr. 109, 2012, pp. 138-169, https://doi.org/10.5209/rev_REVE.2012.v109.40653.

del tipo normativo (i.e. "Mecanismo Institucional de Protección", MIF)⁵³.

Il Banco Cooperativo e le *Cajas Rurales* aderenti sono soggetti alla vigilanza diretta del *Banco de España*⁵⁴.

Il "SIP de Cajamar", riconosciuto come tale nel 2009, invece, è stato il primo sistema di tutela istituzionale del tipo reforzado ad essere stato autorizzato in Spagna⁵⁵ e, proprio in virtù della sua conformazione, l'Autorità nazionale ha catalogato tale entità come gruppo consolidato di istituti di credito sotto forma di sistema di tutela istituzionale⁵⁶.

Le banche aderenti al *Grupo Cooperativo Cajamar* sono soggette alla vigilanza diretta della BCE⁵⁷.

6. Tornando ora al panorama del credito cooperativo italiano, rileva la circostanza per cui recentemente sono state intraprese varie iniziative da parte della politica, con il coinvolgimento delle Federazioni e Associazioni di categoria, delle Autorità di Vigilanza ma anche di esponenti del mondo accademico, volte ad aprire un dialogo circa i possibili interventi normativi cui sottoporre l'attuale disciplina del credito cooperativo seguendo il criterio della proporzionalità, in modo da renderla più adeguata alla tipologia delle BCC⁵⁸.

⁵³ Compilación de la Información Financiera Agregada Pro-Forma Preparada por la Asociación Española de Cajas Rurales del Sistema Institucional de Protección – Grupo Caja Rural 2021, p. 3 s.s, consultabile sul sito https://www.grupocajarural.es/en/proximity-banking.

⁵⁴ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁵⁵ Cfr. PALOMO ZURDO – GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, El Desajuste del crédito en el sistema bancario y la acción de la economía social: el camino de la reestructuración, op. cit., p. 138-169.

⁵⁶ Così si esprimono GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ – PALOMO ZURDO in *Los sistemas institucionales de protección como respuesta de la banca cooperativa española ante la crisis: hacia la búsqueda de la eficiencia en su integración*, in *Revista de Economía Pública*, *Social y Cooperativa*, CIRIEC-España, nr. 76, 2012, p. 27-50, http://ciriec-revistaeconomia.es/wp-content/uploads/CIRIEC_7602_Gutierrez_y_Palomo.pdf.

⁵⁷ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁵⁸ Si citano, ad esempio, la "Risoluzione Buratti 7/00668" presentata dall'On. BURATTI in data 24 maggio 2021 avanti la Camera dei Deputati, VI Commissione (Finanze); il Disegno di Legge nr. 2425 recante "Riforma in materia di costituzione e funzionamento dell'aggregazione bancaria cooperativa, quale modello organizzativo di tutela istituzionale e di misurazione e gestione dei

Come peraltro già segnalato, attualmente in Italia vige il principio per cui l'adesione ad un gruppo bancario cooperativo (GBC) costituisce condizione per il rilascio della licenza all'esercizio dell'attività bancaria e anche per il mantenimento della stessa⁵⁹.

Ai sensi del TUB, il GBC è soggetto alla direzione e coordinamento da parte di una holding⁶⁰ S.p.A., il cui patrimonio deve essere detenuto in misura pari ad almeno il 60% dalle BCC appartenenti al gruppo. Nonostante tale conformazione societaria della capogruppo, che aderisce al modello cosiddetto "a piramide rovesciata", è da escludersi un eventuale controllo da parte delle banche aderenti sulla capogruppo in quanto il medesimo verrebbe – in ogni caso – sterilizzato attraverso il così chiamato "contratto di coesione"⁶¹.

Notoriamente la Riforma ha suscitato numerose reazioni di autorevoli studiosi che, anche a distanza di qualche anno dall'intervento riformatore, in più sedi hanno espresso le proprie perplessità in merito all'adeguatezza del modello organizzativo del gruppo bancario cooperativo introdotto con la medesima e sino ad allora sconosciuto all'ordinamento interno⁶². In buona sostanza, come attenta

rischi", presentato inter alia dal Sen. TURCO in data 20 ottobre 2021 avanti il Senato della Repubblica; CAPRIGLIONE, Audizione avanti la Commissione di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Profili di attenzione nell'ottica di un intervento normativo volto a migliorare l'attuale assetto disciplinare delle BCC, Audizione di Francesco Capriglione In merito all'impatto della Riforma del 2016 sull'operatività delle Banche di Credito Cooperativo, 15 febbraio 2022; DELL'ERBA – GATTI, Audizione di Federcasse alla Commissione Bicamerale di inchiesta sul sistema bancario e finanziario sulla attuazione della riforma del Credito Cooperativo, 22 febbraio 2022.

⁵⁹ Si v. PELLEGRINI, *Commento sub art. 33*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE, Tomo primo, Wolters Kluwer, Milano, 2018, p. 353 ss.

⁶⁰ Così ZANIN, Soggetti e attività bancaria, in Il nuovo diritto bancario. Contratti, responsabilità e composizione dei conflitti, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020, p. 59.

⁶¹ Cfr. GIANNELLI, La riforma delle banche di credito cooperativo e la governance di gruppo, in Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016, a cura di CARDARELLI, Giappichelli, Torino, 2017, p. 81 ss.

⁶² Cfr., ex multis, CAPRIGLIONE, La riforma delle BCC al vaglio del nuovo Governo, Editoriale in Non solo diritto bancario, 2018, consultabile su www.dirittobancario.it.

dottrina ha osservato, con la Riforma del credito cooperativo è stata "attuata una mutazione genetica"⁶³ delle BCC italiane, realizzandosi uno "spostamento dell'asse del governo partecipativo dalla persona del socio all'azione della capogruppo"⁶⁴.

Ed in effetti, già agli albori dell'entrata in vigore della Riforma, la dottrina aveva palesato il proprio timore che potesse essere compromessa la natura stessa di banca di credito cooperativo quale realtà radicata in un preciso territorio in ragione del fatto che, tramite la voluta aggregazione delle BCC in un gruppo, le singole banche vengono sostanzialmente spossessate del proprio potere decisionale e gestorio, il cui centro viene trasferito alla capogruppo⁶⁵, risultandone l'autonomia della singola banca se non altro ridotta.

Proprio sulla base di tali rilievi e al contempo condividendo l'obiettivo di rafforzare le BCC perseguito dal legislatore in sede di Riforma⁶⁶, ampia parte della dottrina aveva auspicato un pluralismo di gruppi bancari cooperativi per preservare la "specificità cooperativa"⁶⁷.

Ciononostante, nell'attuale panorama italiano si constata la presenza di

⁶³ Così sul punto CAPRIGLIONE – SACCO GINEVRI, *La crisi finanziaria e le indicazioni del complesso disciplinare*, in *Metamorfosi della governance bancaria*, Wolters Kluwer, Milano, 2019, p. 117 ss.

⁶⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, L'autoriforma delle Banche di Credito Cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia n. 4/2015 – supplemento, p. 19.

⁶⁵ Cfr. ROMANO, *La riforma della cooperazione di credito in Italia*, in Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016, a cura di CARDARELLI, Giappichelli, Torino, 2017, p. 68 ss.

⁶⁶ Cfr. ad esempio BARBAGALLO, Audizione avanti la Camera dei Deputati, VI Commissione permanente (Finanze), Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria, Roma, 1° marzo 2016, p. 2, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari.

⁶⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, La riforma delle BCC al vaglio del nuovo Governo, Editoriale in Non solo diritto bancario, 2018, www.dirittobancario.it. In senso opposto si esprime BARBAGALLO: "la costituzione di gruppi cooperativi di dimensioni adeguate [...] appare essere il modello più idoneo a realizzare gli obiettivi di stabilità, efficienza e ammodernamento delle BCC, da un lato, e di tutela della loro peculiare natura dall'altro". Cfr. a tal proposito BARBAGALLO, Intervento su La riforma delle Banche di Credito Cooperativo: presupposti e obiettivi, in Convegno Per un'ipotesi ricostruttiva della riforma delle Bcc presso l'Università Parthenope di Napoli, 9 ottobre 2018, p. 9 ss., https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari.

(soli) due gruppi bancari facenti capo l'uno a Cassa Centrale Banca - Credito Cooperativo Italiano S.p.A. con sede legale in Trento, e l'altro a Iccrea Banca S.p.A. - Istituto Centrale del Credito Cooperativo con sede legale in Roma. Al primo GBC risultano essere associate 69 BCC, mentre il secondo annovera 128 BCC socie.

Fondamentalmente, non è stato costituito alcun GBC autonomo di cui all'articolo 37-bis, comma 1-bis del TUB, né è stato optato per l'istituzione di un gruppo bancario a dimensione regionale.

Per effetto dell'intervenuta qualificazione delle capogruppo quali banche *significant*, tutti gli enti facenti parte dei GBC sono oggi soggetti alla vigilanza diretta della BCE⁶⁸. Ciò ha comportato l'impiego di risorse per far fronte alle sopravvenute esigenze implementative di gruppo⁶⁹.

Le Casse Raiffeisen dell'Alto Adige-Südtirol (compresa la Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige S.p.A.), *a contrariis*, sono rimaste soggette alla vigilanza diretta della Banca d'Italia⁷⁰.

Con l'aggiunta di entrambi i gruppi bancari cooperativi italiani alla lista degli enti direttamente vigilati dalla BCE, si è realizzato dunque un ulteriore passo verso la realizzazione della già menzionata "grande dimensione bancaria". Ma anche nella compagine degli stessi gruppi bancari cooperativi assistiamo ad una sorta di processo di conglomerazione interno posto che, l'anno scorso, è stato dato il via a un ulteriore progetto di fusione per incorporazione di banche di credito cooperativo⁷¹.

⁶⁸ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁶⁹ Cfr. "*Relazione finanziaria annuale. Esercizio 2019*" del Gruppo Cassa Centrale Banca, consultabile sul sito istituzionale al link https://www.cassacentrale.it.

⁷⁰ Lista delle banche c.d. *significant* e *less significant*, https://www.bankingsupervision.europa.eu.

⁷¹ In data 17 febbraio 2021 è stato approvato dall'Assemblea Straordinaria il progetto di fusione per incorporazione nella BCC "Cassa di Trento, Lavis, Mezzocorona e Valle di Cembra" della BCC "Cassa Rurale Alta Vallagarina e Lizzana". Per maggiori informazioni, si consulti il sito https://www.cassaditrento.it/privati. Relativamente al GBC Iccrea si v. anche il comunicato stampa

Non da ultimo, risulta interessante in questa sede citare la pronuncia della Corte Costituzionale, nr. 17 del 2020 con la quale la Consulta ha statuito che, a fronte del dato normativo della disciplina del gruppo bancario cooperativo, ma anche in virtù di quanto stabilito nel relativo contratto di coesione, con l'adesione ad un GBC nazionale la banca di credito cooperativo ha perso il carattere di banca regionale e pertanto risulta sottratta ai poteri di competenza regionale.

Attenta dottrina ha osservato che siffatta pronuncia sembra avvalorare le numerose interpretazioni già formulate dai cultori della materia circa l'assetto strutturale del GBC, secondo cui proprio in ragione dell'assoggettamento delle BCC aderenti ad un gruppo bancario cooperativo ad una "sostanziale eterogestione" da parte della capogruppo, il carattere localistico della loro stessa attività è andato perduto⁷².

7. Tutto ciò premesso, pare condivisibile l'assunto per cui si sta assistendo ad un graduale esaurimento delle BCC quali banche regionali "e, con esso, alla prossima scomparsa delle prerogative regionali in materia di credito"73.

Si osserva come nel contesto bancario attuale la biodiversità intesa quale pluralismo di soggetti agenti in tale ecosistema, è messa in qualche modo a repentaglio.

Se da un lato è senz'altro tangibile l'esigenza di garantire la stabilità del sistema finanziario attraverso – ma non solo – misure atte ad assicurare una adeguata patrimonializzazione degli enti creditizi al fine di tutelare il risparmiatore e, più in generale il cliente perseguendo un agere ispirato ad una sana e corretta

⁷³ Ibidem.

pubblicato da Iccrea Banca S.p.A. relativo a due processi di fusione avviati all'interno del gruppo, di cui al link https://www.gruppoiccrea.it/Pagine/Area_Stampa/DettaglioNews.aspx?NewsID=335. ⁷² Si v. MAGLIARI, Quel che resta delle competenze regionali in materia bancaria: i poteri di vigilanza delle regioni alla prova della riforma del credito cooperativo e del diritto dell'Unione europea, in Rivista di Diritto Bancario dottrina e giurisprudenza commentata, aprile/giugno 2020,

consultabile al link https://rivista.dirittobancario.it.

gestione, dall'altro lato si ritiene quasi imprescindibile il confezionamento di una disciplina che tenga conto anche delle peculiarità dei territori (*lato sensu*) in cui le varie tipologie di banche operano.

In altre parole, *ex adverso* all'approccio della "taglia unica" ("one-size-fits-all")⁷⁴ finora adottato, il regolatore dovrebbe applicare alle scelte compiute il principio di proporzionalità, modulando il tenore delle disposizioni normative e regolamentari contemplando i contesti territoriali, culturali, economici in cui i destinatari delle medesime disposizioni agiscono.

Il caso delle *Raiffeisenkassen* dell'Alto Adige-Südtirol che si sono dotate di una rete di protezione mediante adesione a un proprio IPS (seppur di recente istituzione), costituisce un buon esempio di come sia possibile preservare l'autonomia delle singole BCC in un'ottica di garantirne il radicamento territoriale per consentire a tali enti creditizi di continuare a prestare l'attività bancaria a servizio di una clientela con particolari necessità, anche in tempi di crisi come quelli attuali.

Un'adeguata tutela dell'indipendenza delle singole BCC e, quindi, della loro identità risulta fondamentale ai fini della *mission* che le stesse sono chiamate a perseguire. Conseguentemente, appare auspicabile una revisione dell'impianto normativo recante la disciplina delle banche cooperative e, soprattutto, del gruppo bancario cooperativo italiano.

In conclusione, si evidenzia che un eventuale intervento legislativo atto a recare una disciplina più rigida dello strumento recato dall'IPS, potrebbe rischiare di snaturarne la funzionalità e di conseguenza risultare quasi dannoso, proprio in

⁷⁴ Così si esprime MASERA, nell'evidenziare che le Banche di piccole-medie dimensioni operanti nell'Eurozona sono state sottoposte a "sovraccarico" in conseguenza di una regolazione non proporzionale. Si v., a tal proposito, MASERA, *Die jüngste Entwicklung der Morphologie der Bankensysteme in der Eurozone und in den Vereinigten Staaten*, in *Community Banks und Lokalbanken: Lässt sich die Lücke auf beiden Seiten des Atlantiks schließen?*, Ecra, Roma, 2019, p. 62.

riferimento al fatto che per garantire un sistema efficiente e rispettoso delle caratteristiche salienti del credito cooperativo, appare opportuno permettere alle singole banche di credito cooperativo di dotarsi di un sistema flessibile, che possa essere adattato al meglio alla loro realtà.

Maddalena Bonamini

ANALISI DELLA DISCIPLINA IN MATERIA DI CRISI BANCARIA ED AIUTI DI STATO ALLA LUCE DELLA VICENDA TERCAS***

(Analysis of the banking crisis and State aid rules in light of the Tercas case)

ABSTRACT: The long-standing case involving Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo S.p.A. has been closed by a recent ruling of the Court of Justice of the European Union (CJEU). Starting from 2012, Tercas Bank was placed under special administration due to its capital deficit. Another banking institution, Banca Popolare di Bari S.p.A, agreed on a transfer deal with the administrator to inject additional capital into Tercas on condition that the Interbank Deposit Protection Fund would cover the deficit. However, the European Commission claimed that Fund's intervention was attributable to the Italian Government and that the resources employed were subject to public control. As a consequence, the Commission established that the intervention in favour of Tercas constituted an illegal State aid.

The CJEU upheld the General Court's decision by considering that Tercas Bank recapitalisation by a private consortium did not constitute State aid.

The Tercas case is an important breakthrough in European banking crisis management policy which has suffered a significant change due to the adoption of Bank Recovery and Resolution Directive.

The banking crisis rules have been proved not to be completely in line with the objectives set by the legislator. The search for stability at all costs, according to market rules, has generated a loss of confidence in banking market, with serious consequences on economic system. The way to reconciling rules on State aid with

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

^{**} Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Amministrazione di appartenenza.

banking crisis prevention management framework remains a problem and today numerous difficulties must be solved.

SOMMARIO: 1. La gestione della crisi bancaria: evoluzione normativa - 2. La disciplina sugli aiuti di Stato - 3. La vicenda Tercas e la sentenza del Tribunale UE - 4. La sentenza della Corte di Giustizia: l'onere probatorio. 5. Analisi della vicenda e considerazioni conclusive.

1. L'attività bancaria è un fenomeno complesso, caratterizzata da una regolamentazione estremamente dettagliata e tecnica, in cui profili di natura privatistica e pubblicistica si intrecciano indissolubilmente¹.

La rilevanza pubblica delle imprese del credito è legata alla funzione da queste svolta nell'allocazione dei capitali all'interno del sistema economico ed alla stringente interconnessione tra queste ed il tessuto socioeconomico², la cui portata territoriale varia in ragione della dimensione imprenditoriale dell'operatore e della rilevanza sistemica dell'attività esercitata.

La predisposizione di una disciplina *ad hoc* dei soggetti e dell'attività bancaria assume perciò primaria importanza³. La trasversalità dell'attività di gestione del risparmio impone una regolamentazione capace di bilanciare tutti gli interessi in gioco, privati e pubblici.

La disciplina creditizia rappresenta quindi un'enorme sfida, data la necessità di coordinare gli ordinamenti, gli interessi e gli obbiettivi degli Stati con la regolamentazione comunitaria, la quale ha fatto del mercato unico dei capitali uno degli strumenti per una maggiore unità europea.

Ciò è ancora più vero se si considerano le difficoltà che caratterizzano la

¹ Cfr. FERRO LUZZI, Lezioni di diritto bancario. Volume I: Parte generale, Torino, 2012, p. 11.

² Cfr. MINERVINI, La regolazione delle crisi bancarie dopo la sentenza Tercas, in Mercato Concorrenza Regole, 1, aprile 2020, p. 74.

³ Cfr. diffusamente BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria*, Bari, 2018.

regolamentazione della crisi degli operatori creditizi⁴, dovute alla "logica" interazione di questa disciplina con quella euro-unitaria sulla concorrenza⁵ e al conseguente conflitto tra gli interessi pubblici, sottesi alla logica di mercato, con le necessità di tutelare il risparmio e salvaguardare la solidità del sistema economico-finanziario⁶.

A seguito della crisi finanziaria del 2007, la ricerca di soluzioni in grado di salvaguardare gli interessi pubblici coinvolti nel corso delle fasi patologiche della vita dell'ente bancario, si è concentrata sulla regolamentazione, sull'interpretazione e sulla concreta applicazione degli strumenti dell'aiuto di Stato e del sistema di garanzia dei depositi.

Negli ultimi venti anni, la politica di sostegno pubblico alle banche ha visto il

⁴ Cfr. DI BRINA-ROSSANO, La crisi della banca e degli intermediari finanziari, in CAPRIGLIONE (a cura di), Manuale di diritto bancario e finanziario, Padova, 2019, p. 461 e ss. Secondo gli autori "le procedure concorsuali ordinarie si sono dimostrate inadatte ad affrontare adeguatamente le crisi nel settore finanziario, posto che la loro impostazione, marcatamente liquidativa, è tradizionalmente indirizzata alla protezione dello specifico interesse satisfattivo del ceto creditorio, attraverso il riparto concorsuale. Esse, perciò, mal si attagliano alla protezione dei più ampi interessi che connotano il settore finanziario e, in special modo, a garantire il sentimento di fiducia nella stabilità del sistema, che può venir compromesso dalla rigidità e dalla macchinosa lentezza dei procedimenti concorsuali comuni". V. MINERVINI, op. cit., p. 77, secondo il quale "il trattamento della crisi di imprese bancarie e finanziarie continua oggi a presentare numerosi e significativi elementi di specialità (derivanti anche dalla connotazione pubblicistica dell'attività. obiettivamente considerata), che si manifestano su più piani: innanzitutto nel tipo di procedura utilizzabile per affrontare la situazione di crisi; nelle finalità che la procedura appare preordinata a garantire; nell'autorità alla quale le decisioni sulla gestione della crisi sono affidate (amministrativa, e non giudiziale, e che risulta differentemente individuata, anche quanto all'assetto istituzionale di riferimento, a seconda della "significatività" della banca in crisi e del suo potenziale rilievo "sistemico", con spostamento in questo caso delle competenze e dei poteri di intervento dall'ambito nazionale a quello delle istituzioni europee); nei diversi presupposti di applicazione delle discipline di prevenzione e risoluzione della crisi".

⁵ In termini di "*intersezione logica*" tra le discipline della crisi d'impresa e diritto della concorrenza soprattutto con riguardo alla gestione della crisi di imprese del settore bancario e finanziario v. MINERVINI, *op. cit.*, p. 73.

⁶ Già nel Trattato di Maastricht veniva valorizzata la dimensione sociale del mercato, tra i cui obiettivi vi erano la salvaguardia dell'ambiente, la coesione sociale, la maggiore occupazione, la ricerca, l'uguaglianza, la solidarietà e la salute. La tutela di tali interessi è stata rafforzata con il Trattato di Amsterdam e, da ultimo, con il Trattato di Lisbona, il quale ha inserito all'articolo 3 del Trattato dell'Unione Europea, come suo obiettivo, la realizzazione di un'economia sociale di mercato.

contrapporsi di due orientamenti.

Dalla predisposizione della prima organica disciplina italiana⁷ per la composizione della crisi bancaria fino all'adozione del vigente *corpus* normativo, contenuto nel decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 ("Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia" o TUB), al netto degli aggiornamenti introdotti dal 2014 in poi, lo schema di gestione del fenomeno è rimasto incentrato sostanzialmente su due istituti: l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa.

Ciò che ha storicamente contraddistinto l'applicazione di questa disciplina è stato il ruolo di "regia" ricoperto dalla Banca d'Italia che, quale Autorità di vigilanza per la solidità del sistema bancario e finanziario e la tutela del risparmio, è sempre stata propositiva nel ricercare soluzioni idonee⁸ facendo ricorso alla solidità del sistema bancario italiano ed alla capacità di quest'ultimo di assorbirne i costi, sempre con il fine di garantire la continuazione dell'attività bancaria. In questo modo è stato possibile realizzare una tutela integrale di depositari e creditori⁹ grazie a meccanismi di c.d. socializzazione delle perdite¹⁰, i quali, lasciando indenni gli istituti "soccorritori", hanno determinato un notevole aggravio per i bilanci pubblici.

La grave recessione causata dalla crisi finanziaria ha spinto l'Unione Europea e gli Stati membri a salvare operatori in difficoltà ritenuti di interesse sistemico, facendo ricorso a criteri applicativi della disciplina in materia di aiuti di Stato

_

⁷ La predisposizione di un regime speciale della crisi dell'impresa bancaria risale al decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375 (c.d. legge bancaria del 1936).

⁸ Di ruolo quasi "sacerdotale" e di direzione dietro le quinte della Banca d'Italia v. MINERVINI, op. cit., p. 76 e ss.

⁹ Cfr. MINERVINI, op. cit., p. 75.

¹⁰ Cfr. STANGHELLINI, La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee, in Ricerche giuridiche, n. 4, 2015, p. 316, secondo il quale "all'operazione di cessione [...] si accompagnava il sostegno pubblico, che portava alla copertura dello sbilancio, cioè alla copertura della differenza tra le attività cedute e le passività assunte, che erano normalmente superiori alle attività".

particolarmente permissivi¹¹. Ciò ha consentito di salvaguardare nell'immediato la stabilità del sistema, nel solco di quella logica di "totalizzante" salvaguardia di consumatori/correntisti e creditori¹², con conseguente aggravio per i debiti sovrani e la fiscalità generale¹³.

Con la traduzione della crisi finanziaria sul piano dell'economia reale si è assistito ad un mutamento nella disciplina e nella modalità di gestione della crisi bancaria. Il regolatore europeo, per un migliore contemperamento delle ragioni di stabilità sistemica e di salvaguardia dei livelli di concorrenza, infatti, ha proceduto ad una risistemazione organica della materia¹⁴.

Il fulcro del nuovo impianto normativo è, oltre alla salvaguardia della continuazione dell'attività bancaria ed alla fase di prevenzione della crisi, la minimizzazione dell'esternalizzazione degli effetti negativi della stessa, in quanto

¹¹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione – La 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, pubblicata in GUUE C 10/2, del 15 gennaio 2009; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario, pubblicata in GUUE C 72/1, del 26 marzo 2009; COMMISSIONE EUOPEA, Comunicazione della Commissione 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, pubblicata in GUUE C 195/9, del 19 agosto 2009; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2011, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, pubblicata in GUUE C 329/7, del 7 dicembre 2010; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, pubblicata in GUUE C 356/7, del 6 dicembre 2011. Cfr. CLARICH, Sostegno pubblico alle banche e aiuti di Stato, in Giurisprudenza commerciale, I, 2017, p. 703.

¹² Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento* sotto *Art. 69-bis – Definizioni*, in CAPRIGLIONE (diretta da), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Tomo II, Padova, 2018, p. 835

¹³ In merito agli effetti dei provvedimenti di salvataggio delle banche sui meccanismi concorrenziali, sulla scelta delle strategie imprenditoriali e sugli specifici contesti economici cfr. MINERVINI, *op. cit.*, p. 81.

¹⁴ Cfr. MINERVINI, *op. cit.*, p. 80; sulla progressiva affermazione della logica di mercato nella disciplina dei soggetti e delle attività bancarie cfr. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019, p. 3 e ss.

maggiormente rispondente anche agli interessi dei correntisti¹⁵. Con questo diverso approccio è possibile escludere distorsioni alle dinamiche concorrenziali del mercato bancario-finanziario (e del sistema economico in generale) e disincentivare comportamenti imprudenti e gestioni insane dell'attività creditizia (c.d. *moral hazard*).

Nella 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, per la prima volta viene affermato il principio della condivisione interna degli oneri bancari in caso di crisi dell'istituto (c.d. burden sharing)¹⁶.

Immediatamente successivi sono la direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014 (la *Deposit Guarantee Schemes Directive* o c.d. DGSD)¹⁷, in materia di sistemi di garanzia dei depositi bancari, e la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (la *Bank Recovery and Resolution Directive* o c.d. BRRD)¹⁸, recante la nuova regolamentazione sul risanamento e sulla risoluzione delle crisi bancarie, recepite dal legislatore italiano rispettivamente con decreti legislativi 16 novembre 2015, numeri 180 e 181.

Nel quadro della disciplina vigente, di raccordo con l'assetto di vertice dell'ordinamento finanziario, assume importanza la fase di prevenzione della crisi, in quanto diretta ad evitare effetti destabilizzanti dell'intero sistema europeo¹⁹. Di contro si afferma il principio di tendenziale esclusione del ricorso a forme di esborso pubblico, con conseguente traslazione degli oneri sugli azionisti, sugli obbligazionisti

¹⁵ In senso critico cfr. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016, p. 105.

¹⁶ Pubblicata in GUUE, C 261/1, del 30 luglio 2013.

¹⁷ Pubblicata in GUUE, L 173/149, del 12 giugno 2014.

¹⁸ Pubblicata in GUUE, L 173/190, del 12 giugno 2014.

¹⁹ Al medesimo scopo è diretta la possibilità di risanamento tramite la sostituzione parziale o totale del *management*.

subordinati, sui creditori e sui correntisti, secondo un ordine di progressivo minore affidamento alla compagine gestionale e patrimoniale dell'impresa.

In mancanza di un interesse pubblico legato alla rilevanza sistemica della banca e di condizioni di mercato in grado di far prospettare la sanabilità della stessa, secondo il nuovo impianto disciplinare, l'unica soluzione percorribile diventa l'uscita dell'operatore dal mercato che, ad oggi, si svolge secondo procedure di liquidazione coatta amministrativa previste dai singoli ordinamenti nazionali²⁰, senza alcun tipo coordinamento a livello europeo.

A completamento del quadro normativo vi è il regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014²¹, con il quale è stato disciplinato il secondo pilastro dell'Unità Bancaria Europea: il Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism* o SRM). Con l'istituzione del *Single Resolution Board*, il legislatore europeo ha inteso attribuire al nuovo organo la gestione delle procedure di risoluzione degli operatori di particolare importanza²² in stretta collaborazione con la Banca Centrale Europea, chiamata a verificare la sussistenza, quale condizione per l'attivazione della procedura di risoluzione, di uno stato di dissesto o di grave rischio dello stesso, e la Commissione europea per la salvaguardia degli interessi pubblici della concorrenzialità e della stabilità del mercato dei capitali²³. Per la risoluzione di istituti *less significant* le relative

²⁰ Di avvicinamento alla disciplina del trattamento della crisi dell'impresa comune parla MINERVINI, *op. cit.*, p. 76; sulla mancanza di una disciplina comunitaria delle procedure di liquidazione delle banche ed il rischio di non uguale trattamento dei creditori v. MECATTI, *The Role of Deposit Guarantee Schemes in Preventing and Managing Banking Crises: Governance and Least Cost Principle*, in *European Company and Financial Law Review*, 17, n. 6, 2020, p. 660.

²¹ Pubblicata in GUUE, L 225/1, del 30 luglio 2014.

²² Cfr. CAPRIGLIONE, Commento sotto Art. 69-bis – Definizioni, op. cit., p. 835 e ss.

²³ Cfr. FERRAN, European Banking Union: imperfect, but it can work, in Legal Studies Research Paper Series, 56, 2015, p. 17 e ss.; l'autore sottolinea le criticità nell'attribuire al medesimo organo, la Commissione europea, un ruolo di valutazione dell'interesse pubblico sia con riferimento alle procedure di adozione delle misure di risoluzione sia in merito alla valutazione della sussistenza delle condizioni per l'autorizzazione degli aiuti di Stato.

competenze sono rimaste in capo alle Autorità nazionali, le quali sono dotate di autonomia organizzativa ed operativa nei confronti delle Istituzioni preposte alla vigilanza prudenziale²⁴.

A questa nuova disciplina si è affiancato un mutamento dei criteri di interpretazione da parte della Commissione dei parametri di valutazione in merito alla sussistenza di aiuto di Stato, secondo la nozione di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE. A partire dal 2014, infatti, si è assistito ad un ampliamento del campo di applicazione di detta disciplina che ha determinato per gli Stati membri una maggiore difficoltà nella possibilità di sostenere le banche in difficoltà.

Da ultimo, con la direttiva (UE) 2019/879 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 (c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive II* o BRRD II), il meccanismo di internalizzazione dei costi di risoluzione è stato ulteriormente rinforzato.

Nonostante l'apparente perfezione dell'impianto descritto, questo non si è dimostrato del tutto in linea con gli obbiettivi prefissati dal legislatore europeo di tutela della stabilità sistemica e di salvaguardia della fiducia dei risparmiatori²⁵.

Il coinvolgimento di diverse istituzioni, comunitari e nazionali, in assenza di una dettagliata ripartizione delle funzioni, rende difficoltosa l'individuazione di piani di intervento efficaci a favore, invece, di soluzioni concertate, le quali presentano un maggiore rischio di sperequazione, a danno soprattutto di istituti di piccole e medie dimensioni²⁶, con gravi ripercussioni sul tessuto economico sul quale questi

²⁴ In senso critico cfr. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria Europea, Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 88 e ss.; secondo l'autore i poteri di intervento per assicurare la risolvibilità delle banche, per ragioni di continuità, dovrebbero essere di competenza dell'Autorità di vigilanza prudenziale.

²⁵ Cfr. DI BRINA-ROSSANO, *op. cit.*, p. 475; gli autori evidenziano la necessità di ammonizzazione delle discipline europee in materia di liquidazione.

²⁶ Il *Single Resolution Board* ha riconosciuto nella grande dimensione bancaria la condizione principale per l'adozione di misure di risoluzione, in ragione della significatività dell'eventuale impatto sul sistema economico e finanziario europeo; cfr. MECATTI, *op. cit.*, p. 658 e ss.

operano²⁷.

Inoltre, il quadro normativo si presenta incompleto a causa della mancata istituzione del Fondo di Risoluzione Unico, disciplinato agli articoli 67 e seguenti del regolamento (UE) n. 806/2014, quale sistema comune di garanzia dei depositi²⁸, lasciando ai singoli sistemi nazionali di garanzia dei depositi il compito di farsi carico delle liquidazioni.

Nelle more dell'istituzione del Fondo, il DGSD ha previsto la possibilità per i sistemi nazionali di ricorrere a soluzioni alternative in grado di scongiurare la liquidazione delle banche, ed il conseguente obbligo di garanzia dei depositi secondo una logica di minor aggravio²⁹. Tale meccanismo, tuttavia, è stato fortemente osteggiato a livello europeo dato il sospetto che, dietro a tale tipologia di intervento, si potesse celare il sostegno pubblico, finendo con l'inibire possibili composizione di crisi bancarie e causando il deterioramento della stabilità del sistema³⁰.

²⁷ Cfr. CLARICH, *op. cit.*, p. 702 e ss.

²⁸ Sulla insufficienza dell'apporto iniziale di 55 miliardi a favore del Fondo di risoluzione unico ai fini di un adeguato meccanismo di mutualizzazione dei rischi cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema bancario*, Torino, 2016, p. 149.

²⁹ L'articolo 11, paragrafo 3, del DGSD stabilisce che: "Gli Stati membri possono autorizzare un SGD a utilizzare i mezzi finanziari disponibili per misure alternative volte a evitare il fallimento di un ente creditizio, purché siano soddisfatte le seguenti condizioni: a) l'autorità di risoluzione non ha adottato alcuna azione di risoluzione ai sensi dell'articolo 32 della direttiva 2014/59/UE; b) gli SGD sono dotati di sistemi e procedure appropriati per la scelta e l'esecuzione delle misure alternative nonché il monitoraggio dei rischi affiliati; c) i costi delle misure non superano i costi necessari ad adempiere il mandato statutario o contrattuale degli SGD; d) l'utilizzo di misure alternative da parte dell'SGD è subordinato a obblighi a carico dell'ente creditizio che ha bisogno del sostegno, che comprendono almeno una vigilanza più rigorosa del rischio e ampi diritti di controllo da parte dell'SGD; e) l'utilizzo di misure alternative da parte dell'SGD è subordinato a impegni da parte dell'ente creditizio che ha bisogno del sostegno nel senso di assicurare l'accesso ai depositi coperti; f) l'autorità competente conferma nella sua valutazione la capacità dell'ente creditizio affiliato di pagare i contributi straordinari ai sensi del paragrafo 5 del presente articolo. L'SGD consulta l'autorità di risoluzione e l'autorità competente in merito alle misure e alle condizioni imposte all'ente creditizio".

³⁰ Sull'importanza degli interventi alternativi da parte della DGS cfr. MECATTI, *op. cit.*, p 660 e ss.

2. La disciplina generale sugli aiuti di Stato è contenuta al Titolo VII, Capo I, Sezione II, articoli 107, 108 e 109, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

All'articolo 107, paragrafo 1, è contenuta la definizione comunitaria di aiuto di Stato in base alla quale, "salvo deroghe contemplate dai trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza".

Per costante giurisprudenza europea³¹, una misura di sostegno pubblico è qualificabile come aiuto di Stato se possiede tutte le seguenti caratteristiche: a) essere imputabile allo Stato, "ovvero mediante risorse statali"; b) consistere in un vantaggio gratuito e selettivo, volto a favorire determinate imprese o determinati settori economici; c) impattare sugli scambi tra gli Stati membri; d) essere in grado di distorcere la concorrenza nel mercato comune.

Appare evidente come la definizione di aiuto di Stato sia estremamente generica. Il legislatore europeo, infatti, si è astenuto dall'individuare astratti e stringenti criteri di qualificazione oggettiva della condotta, prediligendo, piuttosto, un approccio sostanzialistico ed incentrato sull'analisi caso per caso degli effetti prodotti dall'intervento.

L'utilizzo dell'inciso "sotto qualsiasi forma" e il riferimento ai requisiti dell'incidenza, anche potenziale, sulla concorrenza e della influenza della stessa nell'equilibrio degli scambi tra Stati membri³² ha come conseguenza un'estensione

³¹ V. sentenza della Corte, 24 luglio 2003, causa C-280/00, Altmark Trans Gmbh e Regierungprasidium Magdeburg c/ Nahverkehrsgesellschaft Altmark Gmbh. In tale pronuncia è stato stabilito che, in presenza di stringenti condizioni, non costituiscono aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, le misure economiche a vantaggio di imprese a titolo di corrispettivo per prestazioni effettuate nell'adempimento di obblighi di servizio pubblico.

³² Le condizioni della distorsione della concorrenza e della incidenza sul mercato interno, secondo la giurisprudenza europea, sono da considerarsi intrinsecamente e reciprocamente legate tra loro.

della nozione. *In subiecta materia* vanno ricomprese anche le ipotesi di sovvenzione indiretta da parte dello Stato e degli altri enti pubblici, per mezzo di altri soggetti e di modalità di intervento diverse dal mero trasferimento di risorse e conseguente aggravio per i bilanci pubblici, potendo consistere anche in una rinuncia ad un introito spettante³³.

Dalla prassi interpretativa della giurisprudenza comunitaria, e di quella applicativa della Commissione, emerge come l'analisi degli effetti della misura assuma un ruolo cardine nella definizione della stessa come aiuto di Stato, non rilevando a tal proposito lo scopo, la motivazione o la consapevolezza nella concessione di un vantaggio economico selettivo a favore di singole imprese o di determinati settori economici³⁴.

Conseguenza di tale approccio disciplinare è il riconoscimento all'interprete (rectius Commissione) di una amplia discrezionalità nella qualificazione di una

Nonostante l'appartenenza della regolamentazione in materia di aiuti di Stato alla disciplina della concorrenza, oltre che l'indeterminatezza della nozione, implichi la verifica circa la sua sussi stenza in base ad un'analisi economica concreta dei mercati di riferimento e, in secondo luogo, del suo impatto sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri, in realtà l'approccio adottato dalla Commissione sembrerebbe essere basato esclusivamente sull'analisi della selettività della misura. Conseguentemente, il requisito della distorsione della concorrenza e degli scambi viene ad essere sostanzialmente presunto. Questo è l'approccio seguito dalla Commissione anche nell'adozione delle decisone circa il caso della Banca Tercas. In merito all'importanza della definizione del concetto di mercato rilevante anche in materia di aiuti di Stato v. sentenza del Tribunale, 28 febbraio 2002, causa T-155/98, Société internationale de diffusion et d-édition (SIDE) c/ Commissione delle Comunità europee, con la quale è stata annullata la decisione della Commissione in quanto quest'ultima non avrebbe effettuato le dovute indagini per l'individuazione del mercato rilevante. Inoltre, in merito alla non sufficienza della sola constatazione della partecipazione agli scambi intracomunitari per dimostrare l'incidenza sugli scambi medesimi o la distorsione della concorrenza v. sentenza del Tribunale, Seconda Sezione, 6 settembre 2006, cause riunite T-304/04 e T316/04, Repubblica italiana e Wam S.p.A. c/ Commissione delle Comunità europee. Per le stesse ragioni non si può escludere a priori la sussistenza di un aiuto di Stato solamente in base all'entità esigua della misura, alle dimensioni relativamente modeste dell'impresa beneficiaria o al carattere locale delle attività da quest'ultima svolte; a titolo esemplificativo v. sentenza della Corte, Terza Sezione, 21 luglio 2005, causa C-71/04, Administración del Estrado c/ Xunta de Galicia.

³³ In tal senso si è espressa numerose volte la Corte di Giustizia sin dalle sue prime pronunce: a titolo esplicativo v. sentenza della Corte, 23 febbraio 1961, causa 30/59, De Gezamenlijke Steenkolenmijnen in Limburg c/ Alta Autorità della CECA.

³⁴ Cfr. EBNER-GAMBARO, *La nozione di Aiuto di Stato*, in SANTA MARIA (a cura di), *Concorrenza e Aiuti di Stato - un osservatorio sulla prassi comunitaria*, Torino, 2006, p. 18 e ss.

condotta in termini di aiuto di Stato, come è possibile riscontrare a decorrere dal 2014.

Tuttavia, il generale divieto agli aiuti di Stato trova un temperamento nella previsione della possibilità di derogare allo stesso. L'inciso per cui la disciplina trova applicazione "salvo deroghe contemplate dai Trattati", esclude il carattere assoluto o incondizionato del divieto.

La derogabilità della normativa è giustificata dalla necessità di realizzare, unitamente alla tutela dell'interesse comune della concorrenza, altri importanti obiettivi dell'Unione, come quello del perseguimento di ragioni di carattere sociale, indirizzate alla riduzione delle differenze di sviluppo tra regioni, o a fronteggiare episodi di instabilità del mercato interno, verificatisi negli ultimi due decenni a seguito della crisi finanziaria che ha investito l'Unione Europea a partire dal 2008, della crisi pandemica da COVID-19 e della crisi internazionale ed umanitaria dovuta all'aggressione della Russia contro l'Ucraina.

Lo stesso articolo 107 prefigura due distinte tipologie di deroga. Al paragrafo 2 è contenuto un elenco di casi di aiuto di Stato qualificati come compatibili *de jure*³⁵ con la disciplina europea della concorrenza e, quindi, non soggetti a verifica da parte della Commissione europea, mentre le fattispecie di cui al paragrafo 3 sono caratterizzate da una presunzione di compatibilità, data la minore evidenza di ragioni di interesse pubblico³⁶.

³⁵ L'articolo 107, paragrafo 2, del TFUE stabilisce: "Sono compatibili con il mercato interno: a) gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, a condizione che siano accordati senza discriminazioni determinate dall'origine dei prodotti; b) gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali; c) gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica federale di Germania che risentono della divisione della Germania, nella misura in cui sono necessari a compensare gli svantaggi economici provocati da tale divisione. Cinque anni dopo l'entrata in vigore del trattato di Lisbona, il Consiglio, su proposta della Commissione, può adottare una decisione che abroga la presente lettera".

³⁶ L'articolo 107, paragrafo 3, del TFUE stabilisce: "Possono considerarsi compatibili con il mercato interno: a) gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso, oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione, nonché quello delle regioni di cui all'articolo 349, tenuto conto della loro situazione strutturale, economica e

Per quanto riguarda la definizione di aiuto di Stato, valida ai fini della regolamentazione della crisi bancaria, la nozione di "sostegno finanziario pubblico straordinario" di cui all'articolo 69-bis, comma 1, lettera e), del Testo Unico Bancario, rinviando alla medesima definizione contenuta all'articolo 1, comma 1, lettera mmm) del decreto legislativo n. 180/2015, viene sostanzialmente assimilata a quella di aiuto di Stato prevista dalla disciplina comunitaria generale.

I principi di internalizzazione dei costi di risoluzione e di tendenziale esclusione dei sostegni pubblici rilevano già durante la fase di prevenzione delle crisi bancarie e, più precisamente, in sede di predisposizione dei piani di risanamento da parte degli operatori. L'articolo 69-quater, comma 4, del TUB, in relazione all'obbligo per le banche di stabilire misure volte al riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria in caso di loro significativo deterioramento, dispone che "il piano di risanamento non presuppone né contempla l'accesso a un sostegno finanziario pubblico straordinario".

L'articolo 17 del decreto legislativo n. 180/2015 prevede come condizione per l'avvio delle procedure di risoluzione e di liquidazione coatta amministrativa, oltre alla ragionevole impossibilità di prospettare misure alternative per una celere e definitiva soluzione della crisi, la sussistenza di una situazione di dissesto o di grave rischio di dissesto. Tale presupposto viene definito attraverso l'individuazione

sociale; b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro; c) gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse; d) gli aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio, quando non alterino le condizioni degli scambi e della concorrenza nell'Unione in misura contraria all'interesse comune; e) le altre categorie di aiuti, determinate con decisione del Consiglio, su proposta della Commissione". Per quanto riguarda la seconda ipotesi di cui alla lettera b), ovvero il verificarsi di un "grave turbamento dell'economia in uno Stato membro", quale condizione per il riconoscimento della deroga al generale divieto di aiuto di Stato, si evidenzia come essa sia diventata la disposizione chiave per il riconoscimento delle misure volte a fronteggiare tutte le recenti crisi economiche, a partire dalla crisi finanziaria del 2008, fino a ricomprendere quelle dovute alla pandemia da COVID-19 ed alla guerra in Ucraina.

di una serie di circostanze fattuali indicative di una condizione di forte precarietà per l'operatore. Limitatamente a quanto di interesse, tra le situazioni di dissesto e di grave rischio, il comma 2, lettera f), individua il caso in cui sia "prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario" a favore della banca, tranne nei casi e secondo le modalità di cui al successivo articolo 18³⁷, secondo il quale è da escludere che la previsione di strumenti di sostegno pubblico possa rappresentare una situazione di dissesto o di grave rischio nel caso in cui tale misura sia diretta ad evitare, o porre rimedio, a una forte perturbazione dell'economia e a preservare la stabilità finanziaria dell'operatore. In altre parole, si vuole evitare che banche virtuose, travolte da fenomeni di crisi economica, possano essere estromesse dal mercato.

Inoltre, al fine di contemperare le esigenze di tutela della stabilità del mercato e di salvaguardia di adeguati livelli di concorrenzialità dello stesso, la disposizione vincola l'esclusione della condizione di dissesto all'adozione di precisi strumenti di sostegno tassativamente elencati al comma 1, lettera a), dell'articolo

_

³⁷ L'articolo 18 del decreto legislativo n. 180/2015 dispone: "1. Ai fini dell'articolo 17, comma 2, lettera f), una banca non è considerata in dissesto o a rischio di dissesto nei casi in cui, per evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia e preservare la stabilità finanziaria, il sostegno finanziario pubblico straordinario viene concesso:

a) in una delle seguenti forme: i) una garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti dalla banca centrale alle condizioni da essa applicate; ii) una garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione; iii) la sottoscrizione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale effettuati a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio alla banca, se al momento della sottoscrizione o dell'acquisto questa non versa in una delle situazioni di cui all'articolo 17, comma 2, lettere a), b), c), d) o e), né ricorrono i presupposti per la riduzione o la conversione ai sensi del Capo II;

b) nonché a condizione che il sostegno finanziario pubblico straordinario: i) sia erogato previa approvazione ai sensi della disciplina sugli aiuti di Stato e, nei casi di cui alla lettera a), punti i) e ii), sia riservato a banche con patrimonio netto positivo; ii) sia adottato su base cautelativa e temporanea, in misura proporzionale alla perturbazione dell'economia; e iii) non venga utilizzato per coprire perdite ha registrato o verosimilmente registrerà nel prossimo futuro.

^{2.} Nel caso di cui alla lettera a), punto iii), la sottoscrizione è effettuata unicamente per far fronte a carenze di capitale evidenziate nell'ambito di prove di stress condotte a livello nazionale, dell'Unione europea, o del Meccanismo di Vigilanza Unico, o nell'ambito delle verifiche della qualità degli attivi o di analoghi esercizi condotti dalla Banca Centrale Europea, dall'ABE o da autorità nazionali".

18.

Infine, la circostanza per cui i sostegni pubblici straordinari possono essere concessi a banche con patrimonio netto positivo, adottati su base cautelare e temporanea, proporzionalmente alla perturbazione economica, e non finalizzati alla copertura di perdite, anche future, estranee alla situazione di crisi, esclude che il protrarsi di situazioni di dissesto economico dell'istituto, e l'utilizzo indebito delle risorse ottenute, possano comportare un ingiustificato sacrificio degli ordinari livelli di concorrenza.

La circostanza per cui il legislatore non abbia escluso *a priori* la possibilità di ricorre, a determinate condizioni, all'aiuto di Stato a favore di soggetti bancari, sia durante il corso sia al di fuori delle procedure di risoluzione e di liquidazione coatta amministrativa, dimostra come questo strumento rappresenti una *extrema ratio* nel perseguimento degli obbiettivi di continuità delle funzioni essenziali dei soggetti, di mantenimento della stabilità finanziaria, di tutela dei depositanti, degli investitori e della clientela, dovendosi prediligere la soluzione di contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche e la scelta di procedere, in assenza di interesse pubblico, con la fuoriuscita del soggetto dal mercato³⁸.

3. Al momento dell'accertamento dello stato di dissesto, alla fine del 2011, la Cassa di risparmio della Provincia di Teramo S.p.A., a capo di Gruppo Banca Tercas, operava principalmente in Abruzzo attraverso una rete commerciale composta da 165 filiali e 1.225 dipendenti.

Nonostante al 31 dicembre 2013 avesse registrato un patrimonio di 4,5 miliardi di euro di crediti netti verso la clientela, con decreto del Ministro dell'Economia e della Finanza del 30 aprile 2012 Tercas veniva sottoposta ad

³⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, Commento sotto Art. 69-bis – Definizioni, op. cit., p. 843 e ss.

amministrazione straordinaria in ragione delle gravi irregolarità amministrative e delle gravi violazioni normative riscontrate nel corso delle ispezioni di Banca d'Italia.

Come accertato dal commissario straordinario nominato dalla Banca d'Italia, oltre ai motivi di *governance* bancaria, fattori di criticità erano da ricondurre al grave deterioramento della qualità degli attivi di Tercas ed all'insufficienza del capitale sociale. Le rettifiche di valore sugli *assets* della banca, condotte dal commissario straordinario, evidenziavano, infatti, un preoccupante *deficit* di capitale.

Ad ottobre 2013, la Banca Popolare di Bari S.p.A. manifestava l'interesse all'acquisizione di Tercas e, a tal proposito, poneva come condizione l'integrale copertura del *deficit* patrimoniale tramite le risorse messe a disposizione dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi³⁹.

Ritenute sussistenti le condizioni di cui all'articolo 29, comma 1, dell'allora vigente Statuto, del minor onere economico per il Fondo e delle ragionevoli prospettive di risanamento di Tercas, il 30 maggio 2014 il FITD deliberava l'adozione di un pacchetto di sostegni a favore della banca abruzzese. La misura veniva autorizzata dalla Banca d'Italia con provvedimento del 7 luglio 2014.

Il 30 settembre 2014, a seguito della ricostituzione degli organi aziendali, si concludeva la procedura di amministrazione straordinaria di Tercas, al termine della

In merito alla funzione attribuita agli SGD dall'ordinamento comunitario, particolarmente interessante è il contenuto del Considerato n. 16 della Deposit Guarantee Schemes Directive in base al quale "un SGD, ove consentito dal diritto nazionale, dovrebbe poter anche andare oltre la mera funzione di rimborso e utilizzare i mezzi finanziari disponibili per evitare il fallimento di un ente creditizio, onde evitare i costi di un rimborso dei depositanti e altri effetti negativi. Tali misure dovrebbero tuttavia essere realizzate nell'ambito di un quadro chiaramente definito e dovrebbero in ogni caso rispettare le norme sugli aiuti di Stato. Tra l'altro, gli SGD dovrebbero essere dotati di sistemi e procedure appropriati per la scelta e l'esecuzione di tali misure, nonché il monitoraggio dei rischi affiliati. L'esecuzione di dette misure dovrebbe essere soggetta all'imposizione di condizioni all'ente creditizio comprendenti almeno una vigilanza più rigorosa del rischio e più ampi diritti di controllo per gli SGD. I costi delle misure adottate per evitare il fallimento di un ente creditizio non dovrebbero superare i costi di adempimento dei mandati statutari o contrattuali del rispettivo SGD per quanto riguarda la protezione dei depositi coperti presso l'ente creditizio o l'ente stesso".

quale la Banca Popolare di Bari ne acquisiva il controllo.

Con decisione (UE) 2016/1208 del 23 dicembre 2015⁴⁰, la Commissione europea, qualificando come aiuto di Stato la misura *de quo*, ne dichiarava l'illegittimità per violazione della disciplina in materia di concorrenza alla luce di una serie circostanze ed elementi indiziari che ne dimostravano, tra le altre cose, l'imputabilità alla Repubblica italiana ed il ricorso a risorse pubbliche.

Con riferimento alla imputabilità statale, data la sussistenza di un mandato pubblico in capo al FITD per la tutela dei depositi, la Commissione ha ritenuto che sotto tale mandato dovessero essere ricomprese anche le misure di sostegno volte a scongiurare l'obbligatorietà della tutela dei depositi in caso di liquidazione coatta amministrativa⁴¹.

Inoltre, sulla base delle circostanze disciplinari e fattuali addotte, la Commissione ha sostenuto che la Banca d'Italia fosse stata in grado di influenzare tutte le fasi della procedura per l'adozione della misura di sostegno⁴².

In merito al ricorso alle risorse statali, la Commissione ha ritenuto provato tale elemento in ragione della previsione normativa dell'adesione obbligatoria delle banche al sistema di garanzia dei depositi⁴³.

La decisione della Commissione, modificando le condizioni secondo le quali si era svolta l'operazione di acquisizione di Tercas da parte di BPB, aveva determinato una situazione di grande incertezza e precarietà a danno delle due banche coinvolte⁴⁴.

La Repubblica italiana, la Banca Popolare di Bari ed il Fondo Interbancario di

⁴⁰ Pubblica in GUUE, L 203/1, del 28 luglio 2016.

⁴¹ Paragrafo 121 della decisione.

⁴² Paragrafi da 123 a 131 della decisione.

⁴³ Paragrafi da 133 a 137 della decisione.

⁴⁴ Con tale decisione la Commissione mutava totalmente l'indirizzo interpretativo adottato precedentemente in un caso analogo che vedeva coinvolte le banche pubbliche siciliane, Banco di Sicilia e Sicilcassa; cfr. decisione della Commissione del 10 novembre 1999 2000/600/CE.

Tutela dei Depositi, con l'intervento a sostegno della Banca d'Italia, presentavano ricorso al Tribunale dell'Unione europea per l'impugnazione della decisione della Commissione, chiedendone l'annullamento.

Con sentenza del 19 marzo 2019, la Terza Sezione del Tribunale⁴⁵, accogliendo le contestazioni mosse, annullava la decisione della Commissione e dichiarava come questa non fosse riuscita a provare l'imputabilità allo Stato italiano della misura adottata dal Fondo Interbancario, né il ricorso a risorse statali.

Il giudice, senza analizzare nel dettaglio tutte le argomentazioni⁴⁶, si è limitato ad esaminare i requisiti della imputabilità statale e della qualificazione statuale delle risorse utilizzate, dato che, ai fini della qualificazione di un intervento pubblico come aiuto di Stato, i vantaggi devono essere concessi direttamente o indirettamente mediante risorse statali ed essere imputabili allo Stato⁴⁷.

In primo luogo, il giudice sottolinea come la non distinzione *a priori* dei casi in cui l'aiuto sia concesso direttamente dallo Stato da quelli in cui lo stesso sia concesso da altro ente pubblico o privato⁴⁸, serva a preservare la concreta applicazione delle norme di cui agli articoli da 107 a 109 del TFUE⁴⁹. Tuttavia, la decisione di includere nella disciplina degli aiuti di Stato le misure concesse tramite altri soggetti, seppur diretta ad escludere il c.d. "rischio di sotto-inclusione", richiede di evitare l'indebito trattamento come aiuto di Stato di condotte non imputabili allo

⁴⁵ La sentenza del Tribunale, Terza Sezione, del 19 marzo 2019, cause riunite T-98/16, T-196/16, T-198/16 Repubblica italiana c/ Commissione è consultabile su https://curia.europa.eu/juris/document.

⁴⁶ A tal proposito il giudice, richiamando sentenza della Corte, Quinta Sezione, 13 settembre 2017, causa C-329/15, ENEA S.A. c/ Prezes Urzedu Regulacji Energetyki, rammenta che "la qualifica di "aiuto di Stato" ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE presuppone che ricorrano quattro condizioni, ovvero che sussista un intervento dello Stato o mediante risorse statali, che tale intervento possa incidere sugli scambi tra gli Stati membri, che esso conceda un vantaggio selettivo al suo beneficiario e che falsi o minacci di falsare la concorrenza".

⁴⁷ V. sentenza del Tribunale, Prima Sezione, 5 aprile 2006, causa T-351/02, Deutsche Bahn AG c/Commissione.

⁴⁸ V. sentenza della Corte, Quinta Sezione, 13 settembre 2017, causa C-329/15, citata.

⁴⁹ V. sentenza della Corte, 16 maggio 2002, causa C-482/99, Repubblica francese c/ Commissione, meglio nota come "sentenza Stardust Marine".

Stato e/o non riconducibili all'utilizzo di risorse pubbliche (c.d. rischio di "sovra-inclusione").

Per questo motivo, nel corso dell'esame delle circostanze fattuali, la natura giuridica del soggetto erogatore della misura diviene un elemento fondamentale ai fini della qualificazione dell'intervento come aiuto di Stato. Infatti, qualora l'ente sia dotato dello *status* di soggetto di diritto privato o, comunque, di una certa autonomia, anche nella gestione dei suoi fondi, nei confronti del potere pubblico, la Commissione è chiamata ad un obbligo di maggior dettaglio nelle motivazioni in merito alla sussistenza dei requisiti del controllo pubblico delle risorse e dell'imputabilità allo Stato⁵⁰. La circostanza per cui il presunto aiuto di Stato sia stato erogato dal FITD⁵¹, piuttosto che da un'impresa pubblica⁵², richiede prove in grado di dimostrare la sussistenza della misura vietata, data l'impossibilità di presumere che lo Stato sia stato in grado di esercitare un controllo dominante sul soggetto erogatore⁵³ (c.d. prova negativa).

Il giudice, passando all'analisi delle circostanze riportate nella decisione impugnata, ha ritenuto che il conferimento al Fondo di un "mandato pubblico" per

⁵⁰ In base alla sentenza *Stardust Marine* la circostanza per cui lo Stato sia in grado di controllare un'impresa pubblica e di esercitare un'influenza dominante sulle sue operazioni non è sufficiente per provare l'esercizio effettivo di tale controllo nel caso concreto. La Commissione, infatti, deve disporre di indizi risultanti dalle circostanze del caso di specie e dal contesto al fine di determinare il livello d'implicazione delle autorità pubbliche.

⁵¹ Ai sensi degli articoli 83, 96, 96-*bis* e 96-*ter* del TUB, il FITD è un consorzio di diritto privato tra banche e di tipo mutualistico i cui organi rappresentano i suoi membri e non i pubblici poteri.

⁵² Ai sensi dell'articolo 2, lettera *b*), della direttiva 2006/111/CE della Commissione, del 16 novembre 2006, regolativa della trasparenza delle relazioni finanziarie tra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche e della trasparenza finanziaria all'interno di talune imprese, la definizione di impresa pubblica comprende "ogni impresa nei confronti della quale i poteri pubblici possano esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza dominante per ragioni di proprietà, di partecipazione finanziaria o della normativa che la disciplina".

⁵³ In caso di aiuto concesso da un'impresa pubblica, ai fini della dimostrazione dell'imputabilità statale è stato ritenuto rilevante l'indizio ricavato dalla circostanza per cui l'organismo non avrebbe potuto adottare la relativa decisione senza tener conto delle esigenze dei pubblici poteri oppure che, oltre che per motivi di natura organica, avesse dovuto tener conto delle direttive impartite da un soggetto pubblico (sentenza *Stardust Marine*).

la tutela dei depositanti, il potere della Banca d'Italia di approvare lo statuto del Fondo ed ogni suo intervento, la possibilità per la Banca d'Italia di presenziare alle riunioni del consiglio e del comitato di gestione di FITD⁵⁴ e la partecipazione dell'Autorità di vigilanza alla procedura di amministrazione straordinaria per mezzo del commissario straordinario non fossero sufficienti a dimostrare l'esercizio di un controllo pervasivo nei confronti del FITD da parte della Repubblica Italina e, quindi, di un'imputabilità in capo alla Stato della misura esaminata. Inoltre, data la mancanza di un mandato pubblico in capo al Fondo e l'autonomia di cui questo gode nei confronti delle pubbliche autorità⁵⁵, il Tribunale ha escluso che l'obbligatorietà dei contributi utilizzati per finanziare il sostegno a Tercas consentisse di qualificare tali risorse come pubbliche.

4. A seguito del ricorso della Commissione europea, con sentenza del 2 marzo 2021, la Corte di Giustizia, Grande Sezione, ha ribadito la correttezza delle argomentazioni addotte dal Tribunale ed ha confermato l'annullamento della decisione⁵⁶.

Tra le questioni affrontate, due quelle più rilevanti: l'imputabilità della decisione del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi allo Stato italiano e,

TV2/Danmark. Preliminarmente, viene sottolineato il fatto come la nozione d'intervento "mediante risorse statali" serva ad includere anche i vantaggi concessi mediante enti pubblici o privati, designati o istituiti a tale scopo. Per tale ragione, anche se le "somme" non sono permanentemente in possesso dello Stato, il fatto che, comunque, restino costantemente sotto il suo controllo è sufficiente

⁵⁵ V. sentenza della Corte, Prima Sezione, 9 novembre 2017, causa C-656/15 P, Commissione c/

perché esse siano qualificate come "risorse statali".

vigilanza sugli operatori bancari.

⁵⁴ Cfr. RUSSO, *Il caso Tercas e la sentenza dirimente della recente Corte di Giustizia*, in *Ianus Diritto e Finanza*, n. 23, giugno 2021, p. 141, il quale riporta come, seconda parte della dottrina, la previgente formulazione dell'articolo 96-*ter* del TUB, nel descrivere i poteri di controllo della Banca d'Italia, facendo riferimento alla "*tutela dei risparmiatori e alla stabilità del sistema bancario*", riconoscesse a quest'ultima un potere di intervento, seppur senza diritto di voto, nelle riunioni degli di governo dei sistemi di garanzia dei depositi, i quali finivano col diventare ulteriori strumenti di

⁵⁶ La sentenza della Corte, Grande Sezione, 2 marzo 2021, causa C-425/19P, Commissione c/Repubblica italiana, Fondo interbancario di tutela dei depositi, Banca d'Italia e Banca Popolare di Bari SCpA è consultabile su https://curia.europa.eu/juris/document.

strettamente connesso ad essa, l'onere probatorio a carico della Commissione europea.

In merito al mancato adempimento da parte della Commissione dell'onere di dimostrare la sussistenza del requisito dell'imputabilità allo Stato italiano della misura de quo, la Corte ha stabilito la corretta applicazione da parte del giudice di primo grado della propria giurisprudenza in materia. Contrariamente a quanto ritenuto dalla Commissione, l'approccio utilizzato dal Tribunale nell'esaminare gli indizi addotti, per dimostrare la non imputabilità della misura, è stato ritenuto pienamente coerente con il principio elaborato dalla Corte di individuazione degli elementi di prova a partire dalla concreta circostanza esaminata.

La circostanza fattuale per cui l'intervento sarebbe stato concesso dal FITD, un consorzio di origine privatistica, esclude la possibilità di adempimento dell'onere probatorio da parte dell'autorità europea sulla base di indizi volti a dimostrare la mera "improbabilità di una mancanza di influenza e di controllo effettivo da parte delle autorità pubbliche sull'ente privato erogatore dell'aiuto". La Corte, infatti, sottolinea come la prova negativa tramite indizi, invocata dalla Commissione per la propria decisione, non potesse essere dirimente ai fini dell'individuazione, nel caso di specie, del requisito di imputabilità statale, in quanto tale principio era stato elaborato dalla giurisprudenza Stardust Marine per risolvere la questione dell'imputabilità all'interno di una contesto differente, in cui l'aiuto di Stato era stato consesso da un'impresa pubblica, per la quale è evidente la sussistenza di un maggiore legame con i poteri pubblici dato dalla presenza di un vincolo di capitale, di principio assente nei soggetti privati.

Questa circostanza non aggrava l'onere a carico della Commissione di dimostrare l'imputabilità dell'aiuto di Stato, ma ne adegua il contenuto in ragione delle circostanze concrete.

Il Tribunale, limitandosi a prendere atto delle differenze oggettive esistenti ed applicando la consolidata giurisprudenza, secondo la quale gli indizi atti a dimostrare l'imputabilità di una misura derivano dalle circostanze del caso di specie, ha giustamente ritenuto gli indizi addotti come insufficienti⁵⁷.

5. Appare evidente come la decisione adottata dalla Commissione europea nel 2015, in netto contrasto con l'orientamento espresso in precedenti analoghe circostanze⁵⁸, sia dipesa dall'introduzione della nuova regolamentazione europea sulla gestione della crisi bancaria entrata in vigore l'anno prima con la BRRD⁵⁹. La volontà di dare immediata attuazione al nuovo orientamento comunitario in materia di dissesto bancario, basato sui principi di minimizzazione delle esternalità dei costi di risoluzione e di *burden sharing*, ha indotto la Commissione, nel caso di Tercas, ad adottare un impianto argomentativo discutibile e travalicante le intenzioni del legislatore europeo, il quale non ha inteso escludere *a priori* la possibilità di ricorrere agli aiuti di Stato quale strumento di salvataggio delle imprese creditizie.

Le criticità in merito alle argomentazioni addotte sono state tali da mettere in discussione le vere intenzioni alla base della decisione delle Commissione. Questa, infatti, più che il bilanciamento degli interessi di tutela di adeguati livelli di concorrenzialità del mercato dei capitali e di salvaguardia della stabilità/affidabilità del sistema bancario, sembrerebbe aver voluto limitare la possibilità per i governi nazionali di correggere le distorsioni del sistema economico dei propri paesi tramite il ricorso all'indebitamento pubblico⁶⁰.

⁵⁷ Cfr. ARGENTATI, *La sentenza della Corte di Giustizia sul caso Tercas*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1, aprile 2021, p. 151; secondo l'autrice la conclusione adottata dalla Corte nella propria sentenza ha il merito di bilanciare la discrezionalità della Commissione con la necessità di ancorare la qualificazione di una misura quale aiuto di Stato ad un rigoroso *standard* probatorio.

⁵⁸ Si veda la già citata decisione della Commissione del 10 novembre 1999 2000/600/CE.

⁵⁹ Cfr. RUSSO, *op. cit.*, p. 148, ARGENTATI, *op. cit.*, p. 148, e MECATTI, *op. cit.*, p. 672.

⁶⁰ Cfr. ARGENTATI, op. cit., p. 154 e ss.

In ogni caso, la decisione commentata è sicuramente il frutto dell'ampia discrezionalità interpretativa riconosciuta alla Commissione in virtù della genericità della definizione di aiuto di Stato contenuta all'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE.

Il fatto che la sintesi di interessi pubblici apparentemente contrapposti sia alla base tanto della disciplina sugli aiuti di Stato, quanto della regolamentazione dei soggetti e dell'attività bancaria, implica un livello di coordinamento tra le due normative che ad oggi non appare sufficiente⁶¹. In merito alla questione dell'intervento facoltativo del DGS allo scopo di evitare i maggiori costi connessi alla tutela dei depositi, è sufficiente evidenziare come, nonostante la BRRD veda con favore questa tipologia di intervento, in quanto diretto a scongiurare procedure di risoluzione/liquidazione, questo rischi di veder perdere parte della propria funzione di tutela del sistema bancario in ragione dell'adozione di interpretazioni particolarmente estensive della nozione di aiuto di Stato. Nel caso in cui si dovesse affermare l'indirizzo interpretativo, secondo il quale le misure di sostegno erogate dai sistemi di garanzia dei depositi di diritto privato debbano essere qualificate come ajuti di Stato, rientrando queste tra le circostanze che l'articolo 17 del decreto legislativo n. 180/2015 ha individuato in merito alla sussistenza del dissesto e del grave rischio di dissesto, le misure di sostegno del FITD, paradossalmente, finirebbero con l'attivare proprio le procedure che il legislatore europeo aveva inteso scongiurare. Questa ricostruzione rischia di affossare, come nel caso Tercas, proprio le realtà che più di tutte subiscono gli effetti delle crisi economiche, come quelle innescate a seguito della speculazione dei mutui subprime nel 2008, della pandemia da COVID-19 nel 2019 e dell'odierna guerra in Ucraina, ossia gli istituti di credito medio-piccoli, il cui salvataggio, contrariamente a quanto avviene per la

⁶¹ Sulla necessità di una riorganizzazione sistemica della disciplina in materia di crisi bancaria, soprattutto in considerazione delle sfide dettate dalla nuova crisi economica legata alla pandemia da Covid-19, cfr. diffusamente MINERVINI, *op. cit.*

grande realtà bancaria, non è generalmente considerato dall'ordinamento comunitario di interesse pubblico. Preme evidenziare come la Commissione europea, nonostante le recenti aperture alla possibilità per gli esecutivi nazionali di ricorrere ad interventi per il sostegno delle piccole e medie imprese a seguito delle crisi economiche dovute alla pandemia e dalla guerra in Ucraina, anche per mezzo degli istituti di credito, a proposito di quest'ultimi si sia limitata a ribadire la propria prassi applicativa della disciplina sugli aiuti di Stato, come formulata a partire dalla crisi finanziaria del 2008, preoccupandosi più di evitare indebiti utilizzi delle risorse⁶² che di altro.

La circostanza per cui la Commissione sia chiamata ad esprimersi in merito alla sussistenza di un interesse pubblico tanto per la valutazione della legittimità di un aiuto di Stato, quanto per l'attivazione delle procedure di risoluzione bancaria, oltre a comportare possibili conflitti di interesse, è indice di un non ottimale coordinamento tra le norme.

Appare evidente la necessità che alla rimodulazione della disciplina in materia di gestione della crisi bancaria (BRRD II) segua l'adozione di una più dettagliata regolamentazione sugli aiuti di Stato, con specifico riferimento alla gestione della crisi bancaria, allo scopo di escludere all'interno della regolamentazione zone di ombra eccessivamente ampie, le quali rischiano di attrarre nella disciplina degli aiuti di Stato circostanze assolutamente estranee.

Nelle more di una normativa in tal senso, la giurisprudenza comunitaria è stata chiamata a risolvere, caso per caso, le questioni circa la sussistenza o meno del singolo aiuto. Tuttavia, le sentenze europee raramente si sono pronunciate attraverso l'elaborazione di generali principi di diritto capaci di risolvere in via più o

⁶² V. rispettivamente la Comunicazione della Commissione – Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19, pubblicata in GUUE C 91 I/1, del 20 marzo 2020, e la Comunicazione della Commissione – Quadro temporaneo di crisi per misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia a seguito dell'aggressione della Russia contro l'Ucraina, pubblicata in GUUE C 131 I/1, del 24 marzo 2022.

meno definitiva problematiche di interpretazione ed applicazione della disciplina.

La portata delle sentenze Tercas, sia del Tribunale che della Corte, a ben vedere, si è ridotta alla mera specificazione dell'onere probatorio in capo alla Commissione in merito alla sussistenza di un aiuto di Stato nel caso in cui le misure vengano erogate da soggetti di diritto privato, come per l'appunto il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. Il giudice si è limitato ad applicare il principio di diritto, elaborato in precedenti sentenze, in base al quale gli indizi sulla sussistenza di un aiuto di Stato devono tener conto delle diverse situazioni e delle diverse circostanze fattuali.

Nel caso di specie i giudici europei si sono limitati a constatare che la Commissione non fosse riuscita a dimostrare la sussistenza di un aiuto di Stato con la logica conseguenza di non escludere *a priori* che gli interventi di sostegno del FITD possano costituire un aiuto di Stato e che il Fondo, nonostante la sua natura di privato consorzio di banche, possa essere in realtà considerato l'espressione di pubbliche funzioni riconducibili allo Stato⁶³. In altre parole, il Tribunale e la Corte non si sono soffermate sulle questioni della natura del FITD e dei sistemi di garanzia dei depositi in generale, o sul fatto che le misure di sostegno alternative alla tutela dei depositi in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca possano

_

⁶³ A tal proposito v. il paragrafo n. 78 della sentenza della Corte secondo la quale: "per quanto riguarda il rischio di elusione della normativa in materia di unione bancaria, è sufficiente rilevare che l'argomento della Commissione si basa sulla premessa che il presunto criterio di prova più rigoroso relativo all'imputabilità allo Stato, che il Tribunale avrebbe utilizzato, renderebbe praticamente impossibile alla Commissione dimostrare tale imputabilità per quanto riguarda le misure adottate dai sistemi di garanzia dei depositi. Orbene, [...] risulta che il Tribunale non ha applicato nella sentenza impugnata tale criterio di prova più rigoroso. Dall'altro, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 125 delle sue conclusioni, anche se si dovesse considerare che, nel caso di specie, le misure controverse non sono imputabili allo Stato italiano, tale circostanza non implicherebbe che una misura presa da un sistema di garanzia dei depositi non possa mai essere qualificata come aiuto di Stato e, pertanto, non sia mai idonea a dare luogo alla procedura di risoluzione prevista dall'articolo 32 della direttiva 2014/59. Infatti, tale qualificazione resterebbe possibile, ma dipenderebbe dalle caratteristiche del sistema di garanzia dei depositi e della misura in questione".

rientrare nel mandato pubblico di tutela dei depositi, ma si sono limitati a dire che nel caso di Tercas tali circostanze non fossero state provate.

Ad ogni modo, la sentenza della Corte di Giustizia che ha posto fine alla vicenda Tercas sembrerebbe aver dato nuovo respiro alla possibilità per il FITD di intervenire nel sistema bancario al fine di preservarne la stabilità.

In merito alla stabilità del sistema bancario, è innegabile che la decisione della Commissione abbia avuto un negativo impatto, oltre che sulle condizioni della stessa Banca Popolare di Bari, anche con riguardo alle situazioni di crisi che ha visto coinvolte Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cari-Chieti e Cassa di risparmio di Ferrara e, successivamente, le popolari venete. Il provvedimento dell'autorità europea, con tutta probabilità, ha rappresentato un freno per il FITD dall'intervenire per il salvataggio delle predette banche. Ciò ha comportato, oltre ad un maggior costo per il sistema bancario italiano, un minor livello di tutela per azionisti, creditori e correntisti che hanno subito importanti danni⁶⁴. La circostanza per cui i piccoli azionisti (non professionali o semplici risparmiatori) delle suddette banche abbiano subito lo stesso trattamento degli azionisti professionali, rende la vicenda assai più drammatica.

Inoltre, occorre tener conto delle pesanti conseguenze che la liquidazione coatta amministrativa di dette banche ha avuto sul tessuto socioeconomico sul quale le stesse operavano. Preme sottolineare come, in generale, il sistema

⁶⁴ In merito alla effettiva risarcibilità dei danni causati dalla decisione della Commissione cfr.

dell'Unione; tuttavia, l'identificazione di rigidi criteri probatori che la giurisprudenza della Corte pone a carico degli attori rende difficile, a nostro avviso, la proposizione (e, dunque, l'accoglimento) di possibili ricorsi".

azioni di risarcimento per i danni subiti a seguito di illecito comportamento degli organi

ROSSANO, La Corte di Giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno, la beffa, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 1, II, 2021, p. 16 e ss.; in particolare, l'autore evidenzia come per la Banca Popolare di Bari, il FITD, i risparmiatori ed i correntisti della Banca Popolare di Bari; le quattro bad banks costituite in seguito alla crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cari-Chieti e Cassa di risparmio di Ferrara, i risparmiatori delle quattro bad banks, le altre banche che avrebbero potuto beneficiare dell'intervento del FITD, tutti i risparmiatori e correntisti di tutte le altre banche che avrebbero potuto beneficiare dell'intervento del FITD e l'Associazione Bancaria Italiana "può dirsi che la normativa europea contempla la possibilità di esperimentare

bancario sia lo specchio del contesto economico che nel caso dell'Italia, vede accanto a tante piccole e medie imprese un universo composto da banche più o meno grandi le quali, prese singolarmente, rischiano di rimanere escluse da tutta una serie di garanzie previste dall'ordinamento bancario euro-unitario, incentrato sulla grande dimensione bancaria, che solo in questa vede la sussistenza di interessi pubblici di rilevanza sistemica giustificativi di interventi in deroga alla disciplina concorrenziale, come nel caso degli aiuti di Stato o della possibilità di ricorrere alla procedura di risoluzione bancaria.

Per la ricerca di un punto di equilibrio tra le esigenze di salvaguardia di livelli minimi di concorrenza e di stabilità del sistema bancario-finanziario è importante che l'Unione Europea si adoperi per il raggiungimento dell'obbiettivo che si è prefissato a seguito del Trattato di Lisbona stabilendo, all'articolo 3, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione Europea, che "l'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente".

Lorenzo Costantino

LA FINANZA SOSTENIBILE: NUOVA REGOLAZIONE EUROPEA E STANDARD KPI PER LA SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI*

(Sustainable finance: new European regulation and KPI standards for the selection of sustainable investments)

ABSTRACT: There is a limit to human economic and social development and to the indiscriminate use of natural resources. Designing a "sustainable" development means to foster social and economic growth and well-being, while preserving natural resources for the future generations, thus ensuring continuity of the survival of human life.

The concept of "sustainability" has been theorized since the beginning of the 1970s: "meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs". Today this issue is part of everyone's life: climate change, extreme weather events, environmental disasters made all of us aware of the dangers associated with the indiscriminate use of the environment and of the limited resources it offers. There is the need to define a new pace of economic growth which could increase wealth and well being without harming environment and the continuity of natural resources and human life itself.

Recent pandemic events have worsened this feeling: there is clear evidence of the poor ability of man to control the forces of nature, which have been altered and deformed by man himself. The unexpected event of Covid-19 made humans understand that, although sophisticated predictive models, something unpredictable and disruptive can occur, dismantling in short time all the classic paradigms of real, economic, and social life.

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

The survival of humanity on the planet requires a radical revision of the pace and manner in which we seek to achieve today's well-being at the expense of the future generations. Man must discover his responsible, ethical and solidaristic dimension, seeking a level of well-being that is 'responsible' and indeed 'sustainable', respecting the environment and looking to future generations.

To reverse the trend, reduce greenhouse gas emissions and improve environmental conditions already produced, there is a need of about 180 billion euros per year up to 2030. State public budgets are not enough; it is necessary to mobilize financial resources from the private sector.

To strengthen investor confidence and push private funds towards sustainable projects, it is necessary to create a common taxonomy for the definition of sustainable investments, ensure transparent information and robust reporting systems that allow to select the investments with the greatest impact on sustainable goals, avoiding the risk of greenwashing.

SOMMARIO: 1. Il concetto di sostenibilità: obiettivi ESG, valori, comportamenti – 2. Doveri degli amministratori e vita societaria – 3. Il framework regolatorio per gli obiettivi ESG – 4. La finanza sostenibile: attori e strumenti – 5. Conclusioni

1. Il tema della sostenibilità è al centro del dibattito politico ed economico già dagli anni '70 del secolo scorso, quando si comincia a prendere coscienza dei pericoli legati allo sfruttamento indiscriminato dell'ambiente e delle risorse limitate che esso offre, e che sia necessario definire un modello di crescita compatibile con la continuità delle risorse e della vita umana.

Nel 1972 fa scalpore il rapporto denominato "I Limiti della Crescita",

realizzato dal *Club di Roma*¹ su commissione del MIT, in cui si evidenziano i limiti di una crescita socioeconomica lineare e infinita. Secondo il rapporto, le risorse naturali non sono tutte rinnovabili e il pianeta non riesce ad assorbire gli inquinanti prodotti dall'uomo e dai suoi processi vitali e produttivi. Il rapporto predice scenari preoccupanti sul collasso dell'ecosistema e sulla sopravvivenza stessa della specie umana.

Con spirito visionario, in anticipo di 50 anni sulla storia, il Club di Roma evidenzia i rischi di uno sviluppo indiscriminato e suggerisce di modificare il paradigma della crescita e progettare un modello di sviluppo che miri all'equilibrio tra ambiente ed economia, in grado di consentire a tutte le persone del pianeta di soddisfare le proprie esigenze e avere eguali opportunità di realizzare il proprio potenziale umano.

Il concetto di "sviluppo sostenibile" arriva sui tavoli della politica nello stesso anno. Nel 1972 si tiene in Svezia la prima Conferenza sull'ambiente umano² delle Nazioni Unite, dalla quale scaturisce la Dichiarazione di Stoccolma, articolata in 26 principi, in cui si afferma che è un "diritto di tutti gli esseri umani avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che consenta di vivere nella dignità e nel benessere".

¹ Il *Club di Roma* è una associazione non governativa, non-profit, che raccoglie scienziati, economisti, uomini e donne d'affari, attivisti dei diritti civili, alti dirigenti pubblici internazionali e capi di Stato dei cinque continenti. Fondato nel 1968 dall'imprenditore italiano AURELIO PECCEI e dallo scienziato scozzese ALEXANDER KING, insieme a premi Nobel, leader politici e intellettuali, fra cui ELISABETH MANN BORGESE. Il nome del gruppo nasce dal fatto che la prima riunione si svolse a Roma, presso la sede dell'Accademia dei Lincei alla Villa Farnesina. È una sorta di cenacolo di pensatori e opinion leader che cercano di creare scenari futuribili, provando ad anticipare i principali problemi che l'umanità si troverà ad affrontare, analizzare tali scenari in un contesto globale per comprendere i cambiamenti socioeconomici che ne derivino e ricercare possibili soluzioni nei diversi scenari ipotizzabili. (cfr. THE CLUB OF ROME, *Learning new ways of becoming human* - Dec 2021).

² La *Conferenza sull'ambiente umano* di Stoccolma si svolse tra il 5 e il 16 giugno 1972 e vi 112 stati membri delle Nazioni Unite, alcune agenzie ONU ed organizzazioni internazionali. Al termine del summit, si volle formalizzare la volontà di proseguire nella cooperazione per la tutela dell'ambiente. Venne sottoscritta una dichiarazione di principi che, pur avendo valore giuridico non vincolante, costituisce un punto di riferimento per gli accordi multilaterali successivi.

La dichiarazione di principi, approvata al termine della conferenza di Stoccolma, introduce una visione antropocentrica dello sviluppo: la tutela dell'ambiente non è un obiettivo da perseguire in astratto, ma in quanto esso è il luogo nel quale il genere umano vive e realizza sé stesso. È responsabilità dell'uomo preservare l'ambiente naturale per le generazioni presenti e future. Le risorse ambientali non sono infinite: alcune risorse si depauperano o si esauriscono definitivamente con il consumo, per altre la velocità con cui l'uomo le utilizza, in nome della crescita e del benessere, supera la capacità delle risorse stesse di rinnovarsi.

Per la prima volta si mette in discussione il paradigma di sviluppo lineare dell'economia: la crescita del PIL non corrisponde necessariamente con il miglioramento delle condizioni di vita dell'uomo e con il benessere del pianeta, poiché uno sviluppo indiscriminato e non controllato potrebbe mettere a rischio la stessa sopravvivenza del genere umano.

L'uomo ha diritto allo sviluppo economico e sociale nell'ambiente in cui vive, ma per migliorare in modo duraturo le condizioni di vita, occorre salvaguardare le risorse naturali a beneficio di tutti e per raggiungere questo obiettivo è necessaria una collaborazione internazionale, anche superando i possibili contrasti tra Paesi sviluppati e Paesi in via di sviluppo, con riferimento all'importanza che ciascun paese attribuisce al rispetto dell'ambiente, anche in ragione del grado di sviluppo socio-economico raggiunto.

La definizione universalmente riconosciuta di sostenibilità è contenuta nel cosiddetto *Rapporto Brundtland* del 1987, dal titolo "Our common future"³, che

³ Il rapporto fu redatto dalla Commissione mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite (World Commission on Environment and Development, WCED,) istituita nel 1983. Il rapporto "Our common future" (Il futuro di tutti noi), formula una linea guida per lo sviluppo sostenibile ancora oggi valida. Esso constatava che i punti critici e i problemi globali dell'ambiente sono dovuti essenzialmente alla grande povertà del sud e ai modelli di produzione e di consumo non

definisce un modello di sviluppo nuovo, appunto "sostenibile", ossia in grado di "assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri".

Il rapporto suggerisce la ricerca di una sintesi tra crescita, benessere e rispetto dell'ambiente e pone l'attenzione sui principi di equità intergenerazionale e intragenerazionale. Si propone un nuovo modello economico, politico e culturale in base al quale la crescita si realizza in modo responsabile, tenendo conto della qualità dell'ambiente, prevedendo l'uso efficiente e consapevole delle risorse, per garantire migliori condizioni di vita per le persone e soddisfare i bisogni di tutti in modo durevole nel tempo.

A partire dal Rapporto Brundtland del 1987, si sono succedute una serie di iniziative - sempre guidate dall'ONU - che culminano con l'approvazione nel settembre del 2015 dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, un ambizioso programma d'azione per le persone, il pianeta, la prosperità e la pace, articolato in 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals, SDGs*)⁴.

Alla fine dello stesso anno, il 12 dicembre 2015, nel corso della conferenza mondiale sul clima⁵, svoltasi a Parigi, i rappresentanti dei 196 paesi partecipanti

sostenibili del nord. Vi si evidenziava la necessità di attuare una strategia in grado di integrare le esigenze dello sviluppo e dell'ambiente. Questa strategia fu definita con il termine "sustainable development" ovvero quello sviluppo che "consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri". Nel 1989, l'Assemblea generale dell'ONU, dopo aver discusso il rapporto, ha deciso di organizzare una Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo. (cfr. *Our Common Future*. - Report of the World Commission on Environment and Development, UN 1987.)

⁴ I 17 SDG sono articolati a loro volta in 169 target di dettaglio, ad essi correlati.

⁵ Il riferimento è alla COP 21 che si è svolta a *Le Bourget*, vicino a Parigi, dal 30 novembre al 12 dicembre del 2015. **COP** è l'acronimo di *Conference of Parties*, la riunione annuale dei Paesi che hanno ratificato la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (*United Nations Framework Convention on Climate Change*, **UNFCCC**). La Convenzione è un trattato ambientale internazionale, firmato durante la *Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo* delle Nazioni Unite, conosciuta anche come *Summit della Terra*, tenutasi a Rio de Janeiro nel **1992**. Il trattato ha definito obiettivi di riduzione delle emissioni dei gas serra, considerati la causa principale del riscaldamento globale, e l'impegno a stipulare protocolli successivi per la fissazione di limiti obbligatori per le emissioni. Il principale accordo fu stipulato a Kyōto nel 1997, in occasione della **COP 3**.

hanno raggiunto un'intesa unanime di portata storica⁶⁸: il primo accordo universale e politicamente vincolante su un piano d'azione per la riduzione delle emissioni di gas serra in atmosfera e la prevenzione dei cambiamenti climatici, con l'obiettivo di mantenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali.

L'Agenda 2030 delle Nazioni Unite rappresenta il vero cambio di passo: dall'attenzione all'ecologia e all'utilizzo consapevole delle risorse naturali, il tema della sostenibilità estende il proprio perimetro di interesse e integra le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile: economico, sociale e ambientale.

Si formalizza l'impegno universale a lavorare per raggiungere entro il 2030 una serie di obiettivi condivisi: assicurare un futuro di sviluppo equilibrato in un pianeta sano, creare società più giuste e forti, economie più prospere, garantire lavoro e dignità umana, combattere la povertà, assicurare inclusione sociale, garantire pace, sicurezza e giustizia per tutti, senza lasciare nessuno indietro.

I 17 obiettivi definiti nell'Agenda sono tra di loro interconnessi e raggruppabili in 5 Pillar, le 5 "P" dello sviluppo sostenibile: People, Planet, Prosperity, Peace, Partnership. Nel 17° SDG ("Partnerships for the goals") si prende atto che è necessaria la collaborazione su base globale tra governi, enti pubblici e privati, al fine di mobilitare risorse economiche, condividere la conoscenza e la disponibilità di dati affidabili, migliorare la stabilità macroeconomica globale, anche sostenendo i paesi in via di sviluppo.

Le sfide ambientali, sociali, economiche hanno dimensione planetaria e non rispettano i confini nazionali, che sono una creazione dell'uomo. L'agenda chiede di "non lasciare indietro nessuno" e intensificare la partnership globale per

85

⁶ Il ministro degli Esteri francese LAURENT FABIUS, che presiedeva la Conferenza, definì il piano "ambizioso ed equilibrato", parlando di una "svolta storica" ai fini del contenimento del riscaldamento globale.

raggiungere più rapidamente gli obiettivi per lo sviluppo sostenibile, a beneficio dei singoli e di tutti.

L'UE riconosce in pieno i valori e gli obiettivi dell'Agenda 2030 e dei documenti di Parigi, cui ha contribuito in modo attivo e a cui ha aderito convintamente. Il pianeta è sempre più esposto alle conseguenze imprevedibili del cambiamento climatico e dell'esaurimento delle risorse, si impone un'azione urgente per adeguarsi a un modello più sostenibile.

A partire dal 2016, la Commissione Europea ha lanciato una serie di iniziative con l'obiettivo di guidare la trasformazione della società verso modelli di vita e di business più efficienti proponendo modelli di economia circolari, l'utilizzo di fonti rinnovabili, processi a basse emissioni di carbonio e la ricerca di tecnologie intelligenti che possano migliorare la qualità della vita delle persone. L'obiettivo è garantire la crescita e la creazione di posti di lavoro, ma senza danneggiare il nostro pianeta⁷.

Ma per invertire la tendenza e conseguire gli obiettivi dell'UE per il 2030 concordati a Parigi, in particolare la riduzione del 40% delle emissioni di gas a effetto serra, si stima che occorrano 180 mld di euro all'anno fino al 2030. I budget pubblici degli Stati non sono sufficienti; è necessario mobilitare la capacità di finanziamento del settore privato per la realizzazione di un'economia che consegua anche obiettivi ambientali e sociali.

Nel dicembre del 2016, la Commissione Europea ha istituito un Gruppo di esperti di alto livello (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*)⁸ con il

⁷ A partire dal 2016, la Commissione EU ha lanciato una serie di iniziative con l'obiettivo di conseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile: Comunicazione EU COM (739), *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità* (2016). *Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile* (2018). *EU Green Deal* (2019). *Consultazione pubblica per l'aggiornamento del Piano di azione - Renewed sustainable finance strategy.* (2020). *Next Generation EU* (2020).

⁸ L'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG)* comprendeva 20 rappresentanti di attori dell'industria finanziaria, del mondo accademico e della società civile, affiancati da

compito di elaborare delle linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa e definire un contesto favorevole e un quadro regolamentare in grado di orientare i flussi di capitali pubblici e privati verso il finanziamento di progetti finalizzati al benessere di lungo periodo, inclusione sociale e riduzione dello sfruttamento delle risorse naturali e dell'ambiente.

Il *Final Report* del HLEG fornisce dieci raccomandazioni che vanno nella direzione della creazione di un contesto di classificazione e gestione delle informazioni relative ai progetti sostenibili atti a migliorare la competenza e la fiducia del sistema finanziario⁹.

Al fine di rafforzare la fiducia degli investitori e incrementare gli investimenti verso progetti sostenibili, si raccomanda la creazione di una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile, ovvero una classificazione riconosciuta delle attività economiche sostenibili.

Occorre definire standard e certificazioni di qualità per i prodotti finanziari, creare un sistema trasparente di gestione dei dati e rendicontazione da parte delle imprese, al fine di identificare in maniera univoca e armonizzata la tipologia di investimenti realmente funzionali agli obiettivi di sostenibilità e definire un solido meccanismo di monitoraggio e controllo dei progressi e delle responsabilità di tutti

osservatori di istituzioni europee e internazionali. Il 13 luglio 2017 l'HLEG ha diffuso un *Interim Report* che è stato sottoposto a consultazione pubblica. Il 31 gennaio 2018 è stato pubblicato il *Final Report* con raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea. A partire dal Report quest'ultima ha elaborato un Piano d'Azione sulla finanza sostenibile che è stato presentato il 22 marzo 2018. (cfr. *Final Report del High-Level Expert Group on Sustainable Finance* - 31 gennaio 2018; https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group_en)

⁹ Nel *Final Report* del *HLEG* si propone di: istituire un sistema di classificazione o "tassonomia", volto a chiarire meglio ai mercati ciò che si intende per "sostenibile"; precisare gli obblighi degli investitori in merito al conseguimento di un sistema finanziario più sostenibile; migliorare la comunicazione, da parte degli istituti finanziari e delle imprese, delle informazioni riguardanti i modi per integrare la sostenibilità nel loro processo decisionale; creare un marchio UE per i fondi d'investimento verdi; integrare la sostenibilità nei mandati delle autorità europee di vigilanza; elaborare una norma europea per le obbligazioni verdi. (https://ec.europa.eu/info/publications/ sustainable-finance-high-level-expert-group_en).

gli attori in campo.

Creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, una "tassonomia" armonizzata a livello europeo, per definire in modo oggettivo e condiviso le attività "sostenibili" e identificare gli ambiti in cui detti investimenti possano avere maggiore impatto verso il raggiungimento degli obiettivi¹⁰.

Per consentire agli investitori di individuare agevolmente gli investimenti che rispettano i criteri ambientali si propone la creazione di "green bond standard", marchi UE per i prodotti finanziari sostenibili¹¹.

Lato imprese ed emittenti, occorre aumentare la trasparenza delle comunicazioni societarie e armonizzare indicatori e modalità per la comunicazione delle *informazioni non finanziarie*, a beneficio dell'affidabilità e comparabilità delle informazioni a disposizione degli operatori finanziari e degli investitori.

Per i gestori di attività e investitori istituzionali, è necessario introdurre l'obbligo di tenere conto dei fattori di sostenibilità nel processo di investimento e, in capo agli intermediari, occorre rendere più stringenti gli obblighi di *disclosure* in merito alle modalità adottate per l'integrazione dei fattori ESG¹² nelle scelte di investimento e nell'attività di consulenza¹³.

Le imprese di assicurazione e agli intermediari di investimento dovrebbero obbligatoriamente includere la sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti e tenere conto delle preferenze della clientela in materia di sostenibilità, nel consigliare e promuovere i prodotti¹⁴.

Viene anche suggerito di integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali e

¹⁰ Regolamento (UE) 2020/852 o Regolamento Tassonomia.

¹¹ Regolamento (UE) n. 1011/2016 o Regolamento Benchmark.

 $^{^{12}}$ ESG è l'acronimo creato con riferimento a una triade di valori che ispirano il nuovo modello di sviluppo sostenibile (E= Environment; S = Social; G = Governance).

¹³ Regolamento (UE) n. 2019/2088 o Regolamento Disclosure.

¹⁴ La Commissione ha presentato proposte di modifica del Regolamento delegato (UE) 2017/565, di attuazione della MiFID II e del Regolamento delegato (UE) 2017/2359, di attuazione della Insurance Distribution Directive (IDD).

valutare la fattibilità di ricalibrare i requisiti patrimoniali delle banche in funzione del rischio degli investimenti sostenibili, assicurando comunque la stabilità finanziaria di sistema.

La crisi pandemica ha conferito a questa tendenza maggior vigore: è sempre maggiore la sensibilità sui temi del rispetto di ambiente e dei valori umani. Nel programma *Next Generation EU*, strumento straordinario messo in campo dall'UE nel 2020 per il rilancio dell'economia continentale dopo la crisi dovuta al Covid-19, è previsto che il 37% delle risorse debba essere dedicato ad azioni in favore del clima e della sostenibilità ambientale e inoltre è espressamente previsto che nessuno dei progetti finanziati dal programma abbia ripercussioni negative sull'ambiente.

La regolazione finanziaria è chiamata a dare seguito alle tendenze derivanti dal mutamento - volontario o obbligato - dei modelli di business e governance per includere nelle scelte del management anche le necessità derivanti dagli impegni in termini di sostenibilità.

A causa dei mutamenti di contesto, la regolazione necessita opportuni adattamenti conferendo nuovamente "una peculiare vitalità al dibattito tra norma e fatto". È in atto una intensa produzione normativa a livello europeo per regolamentare fenomeni nuovi che legano le scelte di investimento a driver differenti rispetto a quelli tradizionali¹⁵.

2. La necessità di evolvere verso un'economia a basse emissioni di carbonio e nuovi modelli di business rispettosi dell'ambiente e del benessere sociale, orientano le scelte della politica pubblica sia in Europa che in Italia e allargano gli

89

¹⁵ In merito F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n.2/2021. Le scelte di investimento sono indirizzate da driver differenti rispetto a quelli tradizionali, quali la "tendenza al greening esaminato nelle sue variegate declinazioni (greening competition law, greening financial services, etc.)".

interessi e le strategie delle imprese.

Non si punta più alla mera ricerca del profitto e di massimizzazione del valore per gli azionisti; si afferma la logica secondo cui l'impresa è un soggetto "sociale", che interagisce con le persone, il territorio, l'ambiente e le comunità. C'è un ulteriore gruppo di soggetti, portatori di interessi diversi da quelli tradizionalmente considerati, verso i quali sono richiesti comportamenti responsabili.

Produrre prodotti in modo rispettoso dell'ambiente, avere a cuore la sicurezza e il benessere dei lavoratori, impegnarsi positivamente con le comunità locali diviene priorità strategica fondamentale delle organizzazioni.

In una prima fase, si è riscontrata una tendenza "volontaristica": un limitato gruppo di imprese "virtuose" assumono comportamenti di business e di governance avendo in considerazione interessi di un gruppo di *stakeholders* più ampio. Si trattava di scelte "di nicchia", in cui si è data applicazione al modello della *Corporate Social Responsibility (CSR)*, ispirato dalle crescenti istanze di derivazione europea.

Secondo la definizione della Commissione Europea¹⁶, per essere "socialmente responsabile" un'azienda non deve semplicemente attenersi agli obblighi giuridici e regolamentari applicabili al proprio ambito di business, ma deve sforzarsi di "andare oltre", ricercando comportamenti virtuosi e attenti agli interessi di una platea più ampia di soggetti.

Un'azienda responsabile effettua investimenti per la formazione e il miglioramento delle condizioni di lavoro, minimizza l'impatto sul territorio, attiva politiche di supporto all'occupazione.

Le imprese, nel perseguire i propri obiettivi di business, devono anche

¹⁶ Ci si riferisce al *Libro Verde della Commissione Europea* "*Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*", pubblicato nel luglio del 2001. In questo documento la CSR viene definita quale "integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate".

applicare comportamenti volti allo sviluppo sociale, alla tutela dell'ambiente e al rispetto dei diritti fondamentali dell'uomo, adottare un sistema di governo aperto, conciliare interessi differenti, avere cura degli interessi di tutte le parti coinvolte nel processo produttivo: lavoratori, consumatori, investitori, azionisti, poteri pubblici.

Col tempo tale attitudine si è diffusa a un numero crescente di imprese, nel convincimento che integrare la *CSR* nelle scelte strategiche non vada solo a vantaggio degli *stakeholder* esterni, ma possa avere impatto diretto sulla competitività stessa dell'impresa, in termini di minori costi, maggiore successo di mercato, migliore gestione del rischio, migliori condizioni sul mercato dei capitali.

Assumere comportamenti sostenibili equivale a investire sul proprio avvenire perché tale impegno contribuirà ad aumentare la redditività di lungo periodo. Di più, in un approccio socialmente responsabile le scelte di business vengono assunte prestando ascolto a tutti gli attori interni ed esterni. Ciò consente di dialogare con i portatori di interesse, prevedere meglio le aspettative del mercato, cogliere tempestivamente i *trend* in trasformazione e avere maggiore capacità di innovare e crescere.

Per converso, un'impresa non attenta alle istanze di tutti gli *stakeholder* rilevanti, ne trarrà un impatto negativo in termini di reputazione di mercato e immagine, e uno svantaggio economico e finanziario, anche per effetto della maggiore esposizione al rischio.

Si assiste, dunque, all'evoluzione del concetto di *CSR* attraverso un progressivo ampliamento degli obiettivi di impresa inglobando interessi di soggetti ulteriori rispetto agli azionisti¹⁷.

Lunga sembra la strada percorsa a partire dalla Shareholders' Theory

¹⁷ La stessa Commissione nel 2011 propone una nuova definizione di CSR: "responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società". (cfr. Comunicazione della Commissione UE "Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese") https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0681&from=EN).

teorizzata da Milton Friedman negli anni '60, secondo la quale l'impresa è una sorta di "black box", il cui obiettivo è la massimizzazione del profitto degli azionisti nel più breve tempo possibile.

Le performance dell'impresa non vanno valutate solo in base a parametri economici, ma anche sociali ed ambientali, non solo sul breve periodo, ma anche valutando l'impatto che le attività da essa realizzate hanno nel lungo periodo, nel contesto, nel territorio, nell'ambiente in cui opera; l'impresa non è più solo dei manager e degli azionisti, è un bene sociale che interagisce con la società.

Il profitto è soltanto uno degli obiettivi da perseguire da assumere come criterio guida per il management nell'assunzione delle decisioni strategiche e di business. Occorre considerare anche altre categorie di soggetti ed interessi che ruotano intorno all'impresa, altri *stakeholders*: lavoratori, clienti, fornitori, creditori, comunità locali, soggetti politici e istituzionali.

Facendo riferimento ai due modelli teorici proposti dalla dottrina classica, gli obiettivi di una società possono concentrarsi nel perseguimento dell'interesse egoistico dell'azionista al suo profitto personale e immediato (cd. "teoria contrattualistica") o si può considerare l'impresa come entità appartenente a tutti, avente lo scopo di produrre ricchezza, lavoro e benessere per l'intera comunità in cui opera (cd. "teoria istituzionalistica")¹⁸.

Oggi dobbiamo considerare superata questa dicotomia, anche ideologica, fra istituzionalismo e contrattualismo, così come quella che contrappone le più recenti teorie dello *shareholder value* e *stakeholder value*. L'introduzione nell'ordinamento italiano delle società "benefit" e la riforma del *Companies Act* inglese suggeriscono una terza via interpretativa nella definizione degli obiettivi sociali.

Le società "benefit" (introdotte con la c.d. legge di stabilità 2016) sono società di persone o di

¹⁸ Nella dottrina classica il concetto di "impresa" viene ricondotto a due modelli teorici contrapposti: quello "*contrattualistico*" e quello "*istituzionalistico*". Secondo la teoria "istituzionalista", l'impresa va gestita nell'interesse sociale: essa ha lo scopo di produrre ricchezza per la comunità, dare impulso al progresso scientifico e tecnologico e offrire lavoro. Secondo questo approccio l'obiettivo sociale dell'impresa si contrappone con l'interesse dell'azionista che ha un interesse egoistico di guadagno personale e immediato e così distoglie gli utili dal perseguimento dell'interesse generale. Nella teoria "contrattualista", invece, l'interesse al conseguimento dell'utile rimane lo scopo primario della società.

Gli interessi di azionisti e quelli di altri stakeholders potrebbero tuttavia trovarsi in contrasto: le scelte strategiche e di business devono avvenire a partire da attente analisi costi-benefici che tengano conto di tutti gli interessi in gioco, che possano avere impatto sulle performance dell'azienda e influire sulla sua stessa sopravvivenza.

Nuovi fattori vengono inglobati nelle strategie e nei modelli di business tradizionali, nel convincimento che anche le scelte effettuate in altri ambiti, diversi da quelli tradizionalmente considerati, come il cambiamento climatico, la corporate governance, la diversità e l'inclusione, possano avere impatto su rischi, opportunità e performance nel lungo periodo.

Il comportamento dell'azienda nei confronti dell'ambiente e del territorio in cui opera, la gestione delle relazioni con lavoratori, fornitori, clienti e in generale l'attenzione alle comunità con cui si relaziona, i principi etici a cui si ispira nella gestione, le logiche retributive¹⁹, la trasparenza della governance, il rispetto delle minoranze, la composizione degli organi di controllo, le politiche di lotta alla corruzione sono tutte variabili essenziali per la valutazione delle performance a

capitali chiamate a perseguire unacontemporaneamente una pluralità di interessi: lo scopo "egoistico" dei soci al profitto e gli interessi di un ulteriore gruppo di stakeholder, individuati statutariamente.

La riforma dell'ordinamento societario inglese, attuata con la riforma del *Companies Act* del 2006, impone agli amministratori di considerare, oltre agli obiettivi degli azionisti, anche numerosi altri interessi (*employees, suppliers, customers, community and environment*), anche in una prospettiva di lungo termine. Secondo la dottrina, il legislatore inglese fa riferimento alla tesi dell'*Enlightened Share Value Maximization* elaborata da M.C. JENSEN, che si pone in posizione terza rispetto alla dicotomia classica tra contrattualismo e istituzionalismo.

Le due opposte teorie del contrattualismo e dell'istituzionalismo, nella loro forma pura, sembrano oramai inadeguate a rappresentare le tendenze economiche e valoriali attuali. Le teorie recenti ritengono debba cercarsi una "terza via": la creazione di valore per gli azionisti resta invero centrale nella disciplina societaria e lo spirito di *responsabilità sociale d'impresa* viene dai più considerato un *mezzo* più che un *fine*, d'impresa, come invece predicato da *Rathenau* nella teoria dell'*Unternehmen an sich*. (cfr. PALMIERI M., *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in *Banca Impresa Società* – 2017).

¹⁹ Tra gli elementi presi in considerazione vi è il livello delle retribuzioni dei dirigenti, anche in relazione alle retribuzioni medie degli altri lavoratori non dirigenti.

tutto tondo delle imprese e ne possono determinare il successo competitivo.

La CSR non rappresenta più un costo, ma un investimento e va inglobata nella gestione strategica poiché ha impatto sulla stessa competitività dell'azienda.

La considerazione di un set più ampio di variabili e di interessi, e la necessità di valutarne l'impatto nell'elaborazione delle strategie di business di fatto sconvolge il sistema teleologico classico delle imprese.

L'esigenza di armonizzazione degli interessi di vari stakeholders e creare un equilibrio economico duraturo, includendo obiettivi anche non finanziari, ma ambientali e sociali, determina inoltre un profondo mutamento della funzione assegnata agli amministratori, tanto da mettere in discussione le tradizionali logiche di valutazione in merito alla loro responsabilità.

Ammettere una pluralità di scopi sociali, in aggiunta a quello lucrativo, definisce un nuovo

ambito, allargato, della responsabilità gestoria da parte degli amministratori e parrebbe perfino mettere in discussione la *business judgement rule*²⁰.

La funzione e i doveri fiduciari degli amministratori si realizzano mediante un sistema di *enforcement* che definisce il ruolo dei soci e il loro rapporto con gli amministratori, che sono chiamati a perseguire lo scopo sociale, ovvero il fine egoistico lucrativo.

Si potrebbe dunque ritenere che la presenza di interessi ulteriori rispetto a

In sostanza, l'amministratore di una società, che agisca nel rispetto di obblighi di comportamento diligente, non può esser chiamato a rispondere per le decisioni assunte, anche nel caso in cui queste si siano poi rivelate errate o inopportune dal punto di vista economico. Il principio sancisce di fatto l'insindacabilità delle scelte gestorie che sono affidate agli amministratori e che se assunte con diligenza non possono contestate dai soci, dai creditori e neppure dagli organi giurisdizionali. È necessario il rispetto di obblighi di comportamento, ma non se ne può invocare la responsabilità in caso di insuccesso economico della società, anche se ascrivibile ad errori di gestione.

²⁰ Il principio della *Business Judgement Rule (BJR)*, di derivazione anglosassone, trova applicazione nel diritto societario europeo e sancisce che la rilevante discrezionalità connaturata nell'attività gestoria degli amministratori. Nell'esercizio della funzione assegnata, essi sono obbligati ad agire in modo informato, con cautela e diligenza, assumere decisioni ragionevoli e coerenti con un adeguata fase istruttoria, operare nei limiti della legge e non in conflitto di interessi.

quelli tradizionali, non ascrivibili *prima facie* ai soci, modificherebbe l'esclusività del riferito sistema di *enforcement*, ampliando il set di obiettivi e le funzioni attribuite agli amministratori.

Il perseguimento di interessi legati agli obiettivi di sostenibilità, che potrebbero non essere in diretta correlazione con lo scopo sociale lucrativo o risultare addirittura antieconomici, rischiano di mettere in crisi la relazione fiduciaria soci-amministratori o divenire perfino sindacabili.

Per altro verso, non prendere in considerazione le variabili ESG nelle decisioni strategiche potrebbe anche legittimare il nuovo gruppo di *stakeholder* rilevanti a muovere azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, nel caso in cui ritenessero i propri interessi non adeguatamente considerati nel processo decisionale d'impresa.

In verità, si può ritenere che la *business judgement rule* si possa agevolmente applicare anche a questo rinnovato e ampliato sistema teleologico²¹.

È inconfutabile la necessità di ampliare i doveri degli amministratori allargando lo spettro di variabili da integrare nelle strategie e decisioni di business, per tenere conto anche dell'impatto esterno socio-ambientale dell'attività d'impresa, da valutare con il criterio della materialità.

La valutazione della responsabilità degli amministratori, anche con riguardo alla ponderazione di questi nuovi articolati interessi, non dovrebbe entrare nel merito delle loro scelte, ma considerare solo l'adeguatezza del processo decisionale messo in atto, valutando il grado di diligenza applicato e accertando se si siano

²¹ Il tema, di non facile interpretazione, assume connotati nuovi e aspetti critici sul piano esegetico con l'introduzione dei nuovi obiettivi di sostenibilità da parte dell'impresa. Di questo aspetto si occupa anche il Rapporto Assonime: "Doveri degli amministratori e sostenibilità" pubblicato nel marzo 2021. A parere di Assonime "Gli amministratori dovrebbero procedere non già a un bilanciamento bensì a una ponderazione discrezionale tra i vari interessi coinvolti nella decisione, dove i doveri di diligenza si misurano nell'adeguatezza del processo decisionale seguito" (cfr. Doveri degli amministratori e sostenibilità., Note e Studi. Rapporto Assonime - 18 marzo 2021.).

omesse cautele²².

3. L'attenzione agli obiettivi di sostenibilità e alla responsabilità sociale di impresa, pur orientando di fatto le strategie di business e le scelte gestorie degli organi di governo, non trova riscontro concreto nel nostro diritto societario.

Secondo l'impostazione del Codice civile, il potere degli amministratori è orientato a perseguire gli interessi lucrativi dei soci²³ e in una prospettiva di mediolungo termine essi sono chiamati a operare scelte finalizzate alla produzione e distribuzione di utili e alla valorizzazione patrimoniale della partecipazione nella società²⁴.

Il diritto societario contiene, tuttavia, alcune disposizioni a tutela di alcune categorie di *stakeholder*, come creditori e lavoratori, ed è possibile sfruttare gli spazi lasciati all'autonomia statutaria per ampliare la categoria degli interessi che devono guidare l'azione del management.

Anche la nostra Costituzione, all'articolo 41, riconosce l'impatto che l'attività privatistica d'impresa possa avere sulla società nel suo complesso, affermando che "L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute e all'ambiente²⁵, alla sicurezza, alla

²² "L'ampliamento dei doveri di comportamento degli amministratori dovrebbe realizzarsi nell'ambito di un quadro di responsabilità equilibrato e coerente con l'attuale sistema societario, in cui le scelte degli amministratori sono sindacabili solo nei limiti dalla Business Judgment Rule" (Rapporto Assonime, ibidem)

²³ L'art. 2247 c.c. stabilisce che il contratto di società è volto a "l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili"

²⁴ In questo senso va letto l'art. 2497 c.c., in materia di direzione e coordinamento, che determina la responsabilità della capogruppo per la "violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale" laddove si determini il pregiudizio dei soci in termini di redditività e di valore della partecipazione sociale.

²⁵ L'esplicito riferimento a salute e ambiente è stato introdotto nella nostra Costituzione proprio mentre si scriveva questo *paper*, l'8 febbraio 2022. Con un provvedimento storico e senza ne cessità di referendum confermativo, Senato prima e Camera poi hanno approvato con maggioranza qualificata la riforma della **Costituzione** che modifica il testo degli articoli 9 e 41 della Costituzione. La riforma prevede l'introduzione di un terzo comma all'articolo 9, che diviene: "1. La Repubblica promuove lo sviluppo della cultura e la ricerca scientifica e tecnica. 2. Tutela il paesaggio e il

libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali".

Il testo costituzionale evidenzia la necessità di contemperamento di interessi diversi, anche potenzialmente confliggenti, e l'esigenza di tutela e controllo da parte del pubblico affinché non ci siano indebite prevaricazioni tra interessi.

Manca, tuttavia, una norma cogente di carattere generale che imponga alle imprese di tener conto degli interessi di categorie ulteriori di soggetti, comunque interessati dall'attività d'impresa.

Nella maggior parte dei casi si tratta di strumenti di "soft law", centrati essenzialmente su obblighi informativi a carico delle imprese di maggiore dimensione e raccomandazioni di "moral suasion", in merito all'opportunità di introdurre un sistema di remunerazioni del management atto a incentivare l'integrazione dei fattori ESG nel modello di business e nelle strategie perseguite dalle aziende.

La Direttiva 2014/95, sull'informazione non finanziaria²⁶, introduce l'obbligo a carico di alcune società di grandi dimensioni²⁷ di includere nella relazione sulla gestione una "dichiarazione di carattere non finanziario", che deve contenere le informazioni relative a temi ambientali, sociali, di gestione del personale, rispetto

patrimonio storico e artistico della Nazione. 3. Tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali.". All'articolo 41 vengono invece aggiunti due incisi al 2° e 3° comma: 1. L'iniziativa economica privata è libera. 2. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali."

²⁶ Direttiva 2014/95/EU, "Non Financial Reporting Directive" (cd. NFRD), recepita in Italia con il D.lgs. 254/2016.

²⁷ Rientrano nell'ambito di applicazione della NFRD le società di grandi dimensioni (con almeno 500 dipendenti in media) e che siano qualificate tra gli enti di interesse pubblico (i.e. società quotate, banche e assicurazioni).

dei diritti umani e lotta alla corruzione e riciclaggio.

Inoltre, la *Shareholder Rights Directive II*²⁸ introduce la sostenibilità quale principio guida dell'organo di amministrazione che dovrà integrare gli obiettivi di sostenibilità nel piano industriale della società. Si incoraggia in tal modo l'impegno a lungo termine degli azionisti, imponendo anche l'obbligo di dare evidenza della politica di remunerazione di amministratori e manager, specificando il collegamento che tali remunerazioni hanno con gli obiettivi di sostenibilità di lungo termine.

Nel solco del rinnovato impegno dell'Europa, assunto con il programma *Green Deal*²⁹ che mira a emissioni zero nel continente entro il 2050, si è aperta la revisione della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

La proposta di Direttiva del 21 aprile 2021³⁰ introduce alcune modifiche negli obblighi di comunicazione societaria in tema di sostenibilità, con l'obiettivo di migliorare la qualità dei dati forniti dalle imprese, creare maggiore consapevolezza dell'impatto delle scelte strategiche e di business sulle persone e sull'ambiente.

per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità.

²⁸ Direttiva 2017/828/UE, (Shareholders Rights Directive II, o SHRDII), recepita nel nostro ordinamento con il D.lgs. 49/2019. Essa regola l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, modificando la precedente Direttiva 2007/36/CE (Shareholders Rights Directive o SHRD). ²⁹ Lo European Green Deal, presentato dalla Commissione Europea nel dicembre 2019, è il nuovo Patto Europeo per l'ambiente che, partendo dalle evidenze drammatiche degli effetti del cambiamento climatico, mira a "rendere sostenibile l'economia dell'UE, trasformando i problemi ambientali e climatici in opportunità in tutti gli ambiti e rendendo la transizione giusta e inclusiva per tutti". Il Patto prevede una roadmap con azioni atte a stimolare l'uso efficiente delle risorse, grazie al passaggio a un'economia circolare e pulita, arrestare i cambiamenti climatici, mettere fine alla perdita di biodiversità e ridurre l'inquinamento. Il documento illustra gli investimenti necessari, gli strumenti di finanziamento disponibili e spiega come garantire una transizione giusta e inclusiva. Obiettivo del Green Deal è trasformare il continente in una "economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che entro il 2050 non avrà emissioni nette di gas a effetto serra". Esso intende "dissociare la crescita economica dall'uso delle risorse", "proteggere, conservare e migliorare il capitale naturale", "proteggere la salute e il benessere dei cittadini dai rischi di natura ambientale e dalle relative conseguenze" (cfr. EU Green Deal -2019). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640. ³⁰ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2013/34/UE, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e il Regolamento (UE) n. 537/2014,

Obiettivo dichiarato della Commissione è orientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, mediante la comunicazione da parte delle imprese, di informazioni trasparenti e comparabili sulle modalità con cui vengono gestiti i rischi derivanti dall'esaurimento delle risorse, dai cambiamenti climatici e dalle questioni sociali.

Anche in assenza di un quadro ordinatorio cogente, l'adozione di regole corrette e trasparenti di corporate governance è elemento chiave per rafforzare il rapporto di fiducia tra emittenti e investitori e contribuisce al buon funzionamento del mercato dei capitali, facilitando il reperimento e l'indirizzamento di risorse finanziarie verso obiettivi ecosostenibili.

Le società quotate italiane applicano per prassi diffusa standard internazionali e aderiscono a codici di autodisciplina. Il 31 gennaio 2020 è stato approvato il Nuovo Codice di Corporate Governance³¹, che introduce il concetto di "successo sostenibile", ovvero "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"³².

Il "successo sostenibile" diviene quindi un nuovo parametro su cui valutare la

³¹ Il Codice di Corporate Governance è redatto dal Comitato per la Corporate Governance, costituito, nell'attuale configurazione, nel giugno del 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), Borsa Italiana S.p.A. e l'Associazione degli investitori professionali (Assogestioni). Il Comitato ha quale scopo istituzionale la promozione del buon governo societario delle società italiane quotate. (cfr. *Codice di Corporate Governance*, Comitato per la Corporate Governance - gennaio 2020)

Le società quotate adottano il Codice su base volontaria e con il principio della prevalenza della sostanza sulla forma. Le raccomandazioni in esso contenute sono applicate secondo il principio del "comply or explain". In pratica le società che aderiscono al Codice devono fornire nella relazione sul governo societario informazioni sulle modalità di applicazione dei principi e gli eventuali scostamenti devono essere chiaramente indicati e giustificati, evidenziando anche i comportamenti alternativi adottati e descrivendo come tale scelta realizzi, comunque, l'obiettivo del buon governo societario.

³² Si tratta di una novità molto rilevante: nella precedente versione del Codice di autodisciplina del 2018 si faceva riferimento solo alla creazione del valore per gli shareholder.

qualità della gestione. Si amplia lo spettro della responsabilità gestoria attribuita agli amministratori che sono chiamati a tenere conto degli interessi di un ampio spettro di stakeholders.

Si estende di fatto l'ambito di discrezionalità del management e le scelte assunte dovranno essere giustificate in funzione di un equilibrio di interessi più ampio di quello precedente, limitato ai soli azionisti.

Tuttavia, la nozione di "successo sostenibile" introdotta dal nuovo Codice di Corporate Governance pone l'interesse "sociale" dell'impresa e gli obiettivi di stakeholders terzi non in contrapposizione con quelli degli azionisti. La ricerca di pratiche attente alla *Corporate Social Responsibility*, va considerata quale strumentale al perseguimento dello scopo di lucro tipico delle società e alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

Ma di fatto la sostenibilità non viene integrata in modo sistematico nella governance societaria: molte imprese si concentrano ancora troppo sui risultati finanziari a breve termine a scapito dello sviluppo a lungo.

In un report sulla governance delle aziende, pubblicato nel luglio del 2020, la Commissione UE³³ evidenzia la tendenza da parte degli amministratori delle società quotate europee a concentrarsi prevalentemente sui risultati di breve, trascurando gli obiettivi di medio-lungo termine.

Questa attitudine, denominata con efficace neologismo "short-termism", si riflette sulle scelte degli amministratori, che tendono a privilegiare il ritorno economico per gli azionisti, trascurando di fatto le scelte sostenibili e la creazione di valore condiviso a lungo termine.

La Commissione ritiene che gli ordinamenti nazionali in tema societario e di

100

³³ Lo studio è stato realizzato da EY per la Commissione Europea. Il report finale è stato pubblicato nel luglio 2020. (Commissione europea, Direzione generale della Giustizia e dei consumatori, "Study on directors' duties and sustainable corporate governance: final report", Publications Office, 2020, https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901).

governance non incentivino gli organi di governo delle società a interessarsi anche di interessi strategici e suggerisce l'opportunità di riformulare i doveri fiduciari degli amministratori per considerare, oltre agli interessi dei soci, anche quelli di una platea più ampia di stakeholder.

Si propone l'idea di aumentare i poteri degli altri *stakeholders*, dando loro la possibilità di tutelare i propri interessi e presentare le proprie proposte nei consigli di amministrazione delle società, in modo da trasformare questo organo nel luogo in cui si elaborano piani strategici di lungo periodo, contenenti la migliore mediazione possibile tra i vari interessi in gioco.

4. Gli obiettivi SDG e l'attenzione alla sostenibilità hanno determinato lo spostamento dell'attenzione dei governi e dei cittadini verso questi temi, canalizzando anche le risorse finanziarie verso i settori e le imprese che dimostrano comportamenti rispettosi dell'ambiente e responsabilità sociale.

La finanza sostenibile comprende le strategie di investimento che, oltre al ritorno economico sul capitale investito, si pongono l'obiettivo di realizzare in modo diretto o indiretto un rendimento socialmente condiviso. Essa integra le variabili ambientali, sociali e di governance (ESG) al centro delle decisioni di investimento. Il principio ispiratore è che si possa ottenere un effetto positivo sulla società e sull'ambiente senza sacrificare il rendimento finanziario delle imprese.

Questa tendenza non ha finalità filantropiche. Si va affermando anche il convincimento che occorra finanziare soluzioni ai problemi del pianeta e della società, perché non farlo determinerebbe impatti anche sul rendimento delle imprese, e pertanto tali scelte di investimento sono coerenti con i tradizionali obiettivi di rendimento finanziario.

Il cambiamento climatico e il riscaldamento globale rappresentano rischi

significativi perché espongono le imprese a esternalità non prevedibili³⁴. I rischi ambientali possono avere impatto sulle variabili economiche e patrimoniali d'impresa, così come vanno considerati i rischi reputazionali e i possibili contenziosi con gli stakeholder coinvolti. D'altra parte, le politiche di mitigazione messe in atto dai *policy maker* per ridurre gli effetti dell'economia reale sul clima e sulla società possono avere ricadute sul valore patrimoniale o economico delle società coinvolte³⁵.

Se da un lato il mondo si sposta verso un'economia a basse emissioni di carbonio, orientando le scelte della politica pubblica e si affermano nuovi modelli di business rispettosi del clima, molte persone sono interessate a usare la loro ricchezza per proteggere il mondo naturale e spingere verso un cambiamento sostenibile.

In un percorso virtuoso, gli investitori orientano le proprie esposizioni privilegiando le aziende che si stanno dimostrando attive nella transizione ecologica e finanziano progetti finalizzati all'inclusione delle diversità, alla formazione, le tecnologie green o l'assistenza sanitaria.

Per finanziare lo sviluppo sostenibile si può fare ricorso a strumenti di capitale di rischio, attraverso la partecipazione mediante azioni nelle imprese che

³⁴ La maggiore intensità degli eventi naturali può danneggiare il capitale fisso di impresa (immobili e macchinari) o ridurre la capacità dei creditori nelle zone colpite di fare fronte ai propri impegni. Eventi ambientali parossistici possono determinare la distruzione del capitale fisico di imprese famiglie o realtà pubbliche che sono costretta a destinare risorse finanziarie per la loro ricostruzione e avere impatto sul sistema bancario e finanziario, aumentando il peso dei crediti *non performing* nel portafoglio delle banche.

³⁵ Sono state identificate diverse tipologie di rischio climatico (*Climate-Related Financial Risk – CRFR*): il *rischio fisico*, che implica effetti per i soggetti economicamente esposti ad eventi naturali estremi, quali famiglie e imprese che divengono più vulnerabili dal punto di vista finanziario; *rischio di transizione*, ovvero le ricadute che le politiche in ambito energetico e climatico hanno sul valore patrimoniale o economico dei soggetti coinvolti e le possibili correlate perdite di valore dei titoli in portafoglio di banche e intermediari emessi da società influenzate dalle politiche sui cambiamenti climatici; *rischio di responsabilità*, tipico del settore assicurativo che si manifesta quando chi ha sofferto un danno indotto da shock climatico si rivale sulle imprese di assicurazione, che per mestiere hanno assunto tali rischi. (*Il rischio climatico per la finanza in Italia*, Rapporto del WG3 dell'Osservatorio Italiano sulla Finanza Sostenibile - 4 marzo 2019).

hanno in programma progetti sostenibili o a strumenti di debito, quali bond (*green bond* o *social bond*) o finanziamenti finalizzati alla realizzazione a progetti sostenibili³⁶.

Le decisioni di investimento in ambito socio-sostenibile possono basarsi sul principio dell'*esclusione*³⁷, quando nei portafogli vengono esclusi i settori considerati non compatibili con gli obiettivi ESG o di "*impact investing*" in settori funzionali a mitigare i rischi connessi ai mutamenti climatici.

Rispetto agli investimenti tradizionali, che tengono conto essenzialmente dei due fattori relativi al rischio e al rendimento finanziario, nel cosiddetto *impact investing* si prende in considerazione una terza dimensione ovvero l'impatto su almeno una delle dimensioni ESG. Nella selezione degli investimenti, vengono valutate quali siano le effettive conseguenze di un'attività economica sulle persone e sul pianeta, e le risorse economiche vengono allocate verso quelle attività che non solo non risultano nocive, ma che sono indirizzate verso risultati sociali e ambientali positivi.

La finanza tradizionale si sta evolvendo per integrare i fattori ESG nelle proprie metriche. Vengono definiti strumenti di capitale o di debito atti a sostenere i progetti di sostenibilità ambientale e sociale, da collocare al mercato retail e professionali trasferendo informazioni verso il mercato e generando fonti di finanziamento per l'economia reale. Agenzie di rating specializzate stanno affinando le metodologie per misurare questi fattori e indirizzare le scelte di portafoglio degli

³⁶ Si possono finanziare progetti che si propongono obiettivi di riduzione dell'impatto ambientale (*green bond*) o di miglioramento delle condizioni sociali (*social bond*).

³⁷ La finanza sostenibile può definire strategie di allocazione dei capitali basandosi sul principio dell'*esclusione*, ovvero orientare gli investimenti escludendo settori considerati non compatibili con gli obiettivi sostenibili (es. si esclude il settore delle armi, del gioco d'azzardo, dei combustibili fossili, ecc.) oppure sul principio dell'*impact investing* selezionando i settori o le imprese che si distinguono per la minimizzazione dell'impatto ambientale della produzione, investimenti in tecnologie a basse emissioni di inquinanti o che si impegnano per il progresso sociale, per contrastare le discriminazioni, per valorizzare la *diversity* di razza o di genere.

intermediari finanziari e degli investitori.

Le aziende con performance economiche positive e comportamenti virtuosi in termini di sostenibilità risultano più appetibili per gli investitori e per le banche, che ad esse assegnano migliori indici di *rating* e *credit scoring*. In pratica, le imprese che ricercano impatti sostenibili positivi, ove opportunamente misurati e rendicontati, riescono a beneficiare di finanziamenti a condizioni privilegiate.

Per facilitare la canalizzazione delle risorse finanziarie a sostegno degli obiettivi di sostenibilità è necessario creare un contesto di fiducia che consenta la corretta integrazione delle informazioni nei processi decisionali di investimento. In particolare, si pone il problema di trasparenza del sistema informativo e l'esigenza di protezione degli investitori dal rischio di *greenwashing* o *socialwashing*³⁸.

La sostenibilità sociale ed ambientale è divenuto un tema di rilevanza pubblicistica, che ha determinato l'introduzione di obblighi via via crescenti per imprese e investitori, associati a nuove modalità di reportistica e *disclosure*.

La propensione degli investitori a integrare i fattori ESG nelle strategie di investimento è funzione diretta della trasparenza nel reporting da parte degli emittenti.

In ambito UE si sta costruendo un nuovo assetto regolatorio che definisca regole vincolanti per la comunicazione di informazioni relative ai progetti ESG e regole trasparenti per la rendicontazione. Le recenti normative europee centrate su disclosure, benchmark e tassonomia possono sicuramente costituire una spinta a una tendenza che si mostra già in crescita costante³⁹.

Gli investitori istituzionali rivestono un ruolo di rilevanza centrale nella

³⁸ Con il termine *greenwashing* si allude alla pratica di etichettare e vendere un prodotto finanziario quale "*verde*" o *socialwashing* avendo riguardo alle tematiche sociali e umane, al fine di renderlo più appetibile al mercato degli investitori, senza che esso sia realmente legato a progetti, prodotti o strategie di investimento correlate agli obiettivi ESG.

 $^{^{39}}$ Regolamento (UE) n. 2019/2088 o Regolamento Disclosure. Regolamento (UE) n. 1011/2016 o Regolamento Benchmark. Regolamento (UE) 2020/852 o Regolamento Tassonomia.

finanza a supporto dello sviluppo sostenibile. Essi rappresentano un punto di raccordo tra il mercato della raccolta e i punti di impiego di capitali e svolgono un ruolo fondamentale nel colmare il gap informativo nel promuovere gli strumenti e i prodotti sostenibili.

Ma l'interesse degli investitori istituzionali viene supportato dai mutamenti del quadro normativo che impone crescenti obblighi informativi⁴⁰ a carico degli amministratori

Per altro verso, la presenza di investitori istituzionali con attitudine all'attivismo e all'engagement, sembra avere effetti positivi sulla stesse performance ESG delle imprese partecipate. Nel caso di *impact investing*, in particolare, dove i titoli acquisiti in portafoglio sono riferiti a emittenti valutati positivamente nell'analisi dei fattori ESG, è premiante anche un approccio di *engagement* e *voting*, attraverso un dialogo costruttivo che i gestori possono instaurare con il management e un effettivo attivismo nella gestione concreta delle imprese in portafoglio.

Anche in ambito retail, si riscontra un crescente interesse per le imprese che assumono comportamenti responsabili, con una propensione maggiore manifestata tra i giovani, in prevalenza donne, con un livello di istruzione elevato, un certo grado di competenza finanziaria e conoscenza percepita dei temi ambientali. In alcuni casi, soprattutto i più giovani sembrano disponibili ad ottenere rendimenti più bassi di quelli derivanti da settori non-ESG, per ragioni emozionali e di impegno sociale.

Tuttavia, in ambito *retail* diventa essenziale il ruolo degli intermediari finanziari nel colmare il *qap* informativo e di conoscenza dei prodotti "sostenibili".

⁴⁰ La tendenza regolamentare evolve progressivamente da adesione volontaria ai codici di autoregolamentazione e *self-regulation* verso l'imposizione di specifici obblighi informativi e di *disclosure* ai mercati in merito alle attività di investimento declinate in ottica sostenibile.

Le dinamiche di mercato dimostrano in generale una crescente propensione da parte degli investitori anche retail verso i prodotti ESG. Tuttavia, esistono ancora criticità a causa del permanere di scarsa trasparenza e uniformità delle informazioni comunicate al mercato.

Nonostante il *trend* in crescita, l'assenza di vincoli stringenti alla *disclosure*, la carenza di informazioni comparabili, la mancanza di metriche oggettive e di un set di KPI standard per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie, rappresentano un freno alle strategie di investimento in ambito di sostenibilità.

Persistono tuttavia ancora ostacoli al pieno sviluppo di un mercato dei prodotti finanziaria sostenibili a causa di una limitata conoscenza del tema della sostenibilità che frena l'integrazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento – soprattutto degli investitori retail – a causa dei timori di dover sostenere costi più elevati e soprattutto per il timore di *greenwashing*.

L'introduzione di una tassonomia condivisa per l'identificazione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili; la creazione di indici ESG e metodologie di rating trasparenti; il consolidamento di norme sull'informazione "non finanziaria" e la definizione di modelli di vigilanza innovativi potrebbero fornire un utile contributo al corretto funzionamento dei mercati in questo mutato contesto, offrendo agli investitori privati e istituzionali misure di tutela e un clima di fiducia essenziale per incrementare il flusso degli investimenti verso le attività sostenibili.

5. Gli obiettivi SDG e l'attenzione alla sostenibilità hanno acquisito rilevanza economica e determinato lo spostamento dell'attenzione dei governi e dei cittadini verso questi temi, canalizzando anche le risorse finanziarie verso i settori e le imprese che dimostrano comportamenti rispettosi dell'ambiente e responsabilità sociale.

Gli investitori professionali e retail orientano le proprie decisioni di

investimento privilegiando le aziende che si dimostrano attive nella transizione ecologica e attente ai temi dell'inclusione, della diversità, della formazione, del supporto sociale.

La finanza tradizionale si sta evolvendo per integrare i fattori ESG nelle proprie metriche e progetta prodotti e strumenti di capitale o di debito atti a sostenere i progetti di sostenibilità ambientale e sociale, da collocare al mercato retail e professionale.

Per facilitare la creazione di un mercato finanziario efficiente e trasparente degli strumenti ESG e la canalizzazione delle risorse finanziarie a sostegno degli obiettivi di sostenibilità è necessario creare un contesto di fiducia, un sistema informativo trasparente, e metriche corrette, per proteggere gli investitori dal rischio di *greenwashing* o *socialwashing*.

La UE sta costruendo una disciplina armonizzata in materia di finanza sostenibile, che garantisca una tassonomia condivisa per l'identificazione di attività, prodotti e servizi finanziari sostenibili, vincoli stringenti alla *disclosure* delle informazioni e un set di KPI standard che consentano una effettiva comparabilità ai fini dell'allocazione razionale delle risorse.

Grazie al supporto di un sistema finanziario efficiente, trasparente e armonizzato nel considerare i parametri ESG si potrà avere un reale effetto positivo sulla società e l'ambiente, senza sacrificare economia e lavoro.

Brunella Lombardi

DALLA GRANDE CRISI FINANZIARIA ALLA PANDEMIA DI COVID-19: TRE LUSTRI DI REGOLAZIONE E VIGILANZA*

(From great financial crisis to Covid-19 pandemic: fifteen years of regulation and supervision)

ABSTRACT: Considering that "crisis" often represent crucial moments for law production, this paper basically goes back over the main stages of the evolution that, in the past fifeteen years, interested financial markets regulation, reconstructing the legal bases and structure of the European system supervising financial sector, with specific reference to banks. Therefore this document goes back over the main laws that first brought to the ESFS creation and then to Banking Union birth, highlighting the critical aspects and possible developments of this system. Finally it critically analyses this system adecuacy in facing the economic consequences of Covid-19 pandemic.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Dalla grande crisi al *single rulebook*. L'EBA nel contesto del SEVIF. - 3. Dalla crisi dei debiti sovrani all'Unione bancaria europea. Il MVU ed il nuovo ruolo della BCE. - 4. Un modello complesso, multilivello, a geometria variabile. Breve disamina dei rapporti tra BCE ed EBA e tra BCE e CERS. - 5. Vigilanza e regolazione post-crisi. Impatti e proporzionalità. - 6. Il sistema alla prova della pandemia di Covid-19. - 7. Osservazioni (non conclusive).

1. É unanime convincimento che la necessità di far fronte a situazioni anomale abbia svolto un ruolo decisivo nell'evoluzione delle questioni umane. Ciò posto, potendo riscontrare elementi di straordinarietà nei periodi di crisi e risultando altresì evidente che la produzione di norme giuridiche, almeno nella

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

moderna concezione giuspositivistica¹, sia frutto dell'opera umana, pare logico giungere alla conclusione che anche quest'ultima attività soggiaccia alla regola anzidetta. Ed infatti, autorevole dottrina ha sottolineato come il processo di integrazione europea abbia sovente tratto dalle "crisi" la propria spinta propulsiva, al punto da ritenere che l'UE «sarebbe un laboratorio della crisi» e che tale sistema avrebbe «bisogno delle crisi per svilupparsi»². Nello specifico ambito del diritto dell'economia, è stato da tempo evidenziato come la grande crisi finanziaria³, originatasi negli Stati Uniti poi estesasi a livello globale⁴, e la conseguente crisi del debito sovrano⁵ abbiano indotto l'UE ad una profonda rivisitazione della normativa a presidio del sistema finanziario⁶, da cui è scaturito un «processo riformatore asimmetrico», sviluppatosi in «due fasi tra loro succedutesi e stratificatesi»⁷.

Il sistema così delineato presto si è trovato a fronteggiare gli "effetti collaterali" della pandemia di Covid-19, che ha determinato l'insorgenza di gravi emergenze sociali, economiche e finanziarie, oltre che, ovviamente, sanitarie.

Muovendo da queste premesse, verranno ricostruite le basi giuridiche e la struttura del complesso europeo preposto alla vigilanza del settore finanziario, con specifico riguardo al comparto bancario; ne saranno evidenziate le criticità ed i possibili sviluppi in chiave prospettica, concludendo con una breve analisi circa l'adeguatezza del sistema al banco di prova del Covid-19, che, peraltro, potrebbe

¹La questione costituisce rudimento della materia giuridica; per tutti si rimanda a BOBBIO, *Giusnaturalismo e positivismo giuridico*, Edizioni di Comunità, 1965.

²Il riferimento è a CASSESE, *L'Europa vive di crisi* in RTDP, 3/2016, pag. 779-790.

³Le cause della crisi sono state ampiamente individuate e la letteratura al riguardo è sconfinata. Nell'impossibilità di una rassegna esaustiva, si segnala una recente pubblicazione: FLIGSTEIN, *The banks did it: an anatomy of the financial crisis*, Harvard University Press, 2021.

⁴Cfr. CAPRIGLIONE, Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano, Cedam, 2009.

⁵Cfr. CAPRIGLIONE, TROISI, L'ordinamento finanziario europeo dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea, Utet, 2014, pagg. 20 e ss.

⁶Per un giudizio critico in ordine all'inattività delle istituzioni europee in tempi ordinari si rimanda a MICOSSI, *Dalla crisi del debito sovrano all'Unione bancaria*, in AA.VV., *L'Unione bancaria europea* a cura di Chiti e Santoro, Pacini Giuridica, 2016, pag. 29.

⁷PIERINI, L'Unione bancaria europea come federalizing process. Una prospettiva di diritto comparato, Cedam, 2019, pag. 119.

ancora riservare colpi di coda, nel momento in cui cesseranno gli effetti delle misure adottate per contrastarne gli effetti⁸.

2. La prima fase di rinnovamento del sistema finanziario ebbe inizio nell'ottobre 2008, allorché la Commissione, in seguito all'erompere della grande crisi, incaricò un gruppo di eminenti personalità di redigere un parere sul futuro della regolamentazione e della vigilanza⁹, i cui lavori terminarono con la pubblicazione della "Relazione de Larosière".

Il Gruppo sottolineò l'esigenza di intervenire a tutti i livelli (mondiale, europeo, nazionale) ed in tutti i settori finanziari, al fine di convergere verso standard regolamentari e di vigilanza elevati ed uniformi. Inoltre, considerate le dimensioni del mercato finanziario europeo, particolare importanza fu attribuita ai limiti emersi a tale livello, onde assicurare durevolezza ed effettività alle azioni correttive da intraprendere.

Dal punto di vista concettuale, la relazione operò una distinzione formale tra regolazione¹⁰ e vigilanza¹¹, suddividendo quest'ultima nelle dimensioni macro e micro-prudenziale, pur manifestando piena consapevolezza di evidenti interconnessioni sul piano pratico.

Sotto l'aspetto regolamentare, fu osservata ampia disomogeneità tra le normative nazionali, a causa della facoltà concessa agli Stati membri di scegliere

⁸Un comunicato congiunto di MEF, MISE, Banca d'Italia, ABI, MCC Invitalia, SACE del 13 gennaio 2022 da conto che le moratorie ancora attive ammontano a 44 miliardi di euro, le richieste pervenute al Fondo di garanzia a 221 miliardi di euro, i prestiti garantiti da Sace attraverso "Garanzia Italia" a 32,3 miliardi di euro.

⁹ "The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Laroisière".

¹⁰«La regolamentazione è l'insieme delle norme e dei principi che disciplinano gli istituti finanziari; il suo principale scopo è promuovere la stabilità finanziaria e tutelare gli utenti dei servizi finanziari»; Relazione de Larosière, pag. 14.

¹¹«La vigilanza è la procedura mirante alla sorveglianza degli istituti finanziari al fine di assicurare che le norme e i principi siano correttamente applicati»; «l'obiettivo primario della vigilanza è garantire la corretta attuazione delle regole applicabili al settore finanziario, al fine di preservare la stabilità finanziaria e, dunque, di garantire la fiducia nel sistema finanziario nel suo complesso e una tutela sufficiente per i clienti dei servizi finanziari»; Relazione de Larosière, pag. 14 e pag. 42.

tra varie opzioni in sede di attuazione delle direttive¹². In tema di vigilanza, emersero deficit reali ed importanti, determinati dall'assenza di adeguata attenzione alla dimensione macro-prudenziale, dal perdurare di prassi difformi, dalla mancanza di cooperazione tra le autorità nazionali, nonché dalla disomogeneità dei poteri ad esse riconosciuti. Una delle principali concause fu individuata nell'inefficienza dei comitati di terzo livello¹³ – introdotti con l'affermazione della c.d. "procedura Lamfalussy"¹⁴ – giacché l'inadeguatezza delle risorse a loro disposizione e l'assenza di idonei strumenti ne condizionavano l'operato, concorrendo alla citate disfunzioni in modo trasversale¹⁵.

Su queste basi, furono rivolte articolate raccomandazioni al legislatore europeo. Dal punto di vista normativo, venne auspicata l'adozione di un set armonizzato di regole base; in tema di vigilanza, le proposte si svilupparono in entrambe le dimensioni anzidette: a livello macro-prudenziale, consigliando

¹²Le divergenze tra gli ordinamenti emergevano maggiormente in sede interpretativa, nelle prassi di vigilanza e nella definizione dei regimi sanzionatori; PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in RTDE, 2/2012, pag. 52-71.

¹³Tali organismi, privi di personalità giuridica e composti da rappresentati delle autorità nazionali, furono istituiti con provvedimento della Commissione Europea: CEBS competente per il settore bancario, CESR per mercato e strumenti finanziari; CEIOPS per assicurazioni e pensioni professionali.

¹⁴Introdotta a partire dal 2001 su proposta del comitato presieduto da A. Lamfalussy. Nell'ottica di una armonizzazione massima delle regole, finalizzata alla creazione di un mercato finanziario unico, fu elaborata una tecnica di produzione normativa su quattro livelli, spesso oggetto di critiche, in quanto ritenuta eccessivamente farraginosa e scarsamente produttiva; CIRAOLO, *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria europea* in Il diritto dell'economia, 2/2011, pag. 415-438. Sotto altro profilo, la genesi di tale processo fu determinata da una soluzione di compromesso, ispirata da scelte di *second best*; cfr. IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Giappichelli, 2017, pag. 125. ¹⁵Dal punto di vista regolamentare: «*le direttive di livello 1 hanno previsto una gamma di opzioni nazionali. In tali circostanze*, *è irragionevole attendersi che i comitati di livello 3 riescano ad imporre una soluzione unica. Anche se non prevede opzioni nazionali, una Dir. può portare a interpretazioni diverse che, nel quadro giuridico in vigore, non possono essere corrette al livello 3»; "Relazione de Larosière*", pag. 30;

In tema di vigilanza: «sono varie le ragioni alla base dell'incapacità dei comitati di livello 3 di dare un contributo alla gestione efficace della crisi, ed in particolare della loro incapacità di decidere con urgenza. [...] Il motivo principale di questa situazione è che i comitati non hanno il potere giuridico di prendere decisioni. È dunque comprensibile che non siano riusciti a sviluppare l'atteggiamento né le procedure necessarie per rispondere rapidamente alla crisi emergente»; ibidem, pag. 45.

l'istituzione di un nuovo organismo, che avrebbe dovuto operare sotto gli auspici della BCE; a livello micro-prudenziale, affermando l'esigenza di un sistema organizzato in forma di *network* decentrato, composto dalle autorità nazionali e da tre nuove autorità in sostituzione dei comitati di terzo livello.

Di conseguenza, nel novembre 2010, Parlamento e Consiglio adottarono una serie di regolamenti attraverso i quali fu istituito il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)¹⁶, che riunisce in un'unica rete tutte le autorità competenti, europee e nazionali. I soggetti in parola sono chiamati a collaborare con fiducia e rispetto reciproco, secondo il principio di leale cooperazione, in un contesto tale da garantire risultati più ampi della mera sommatoria delle singole prerogative, in quanto evidentemente orientato al perseguimento di un unico pensiero e di interessi comuni¹⁷.

Il *network* è costituito dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), da tre Autorità europee di vigilanza settoriale¹⁸, dal Comitato congiunto delle Autorità testé menzionate, nonché dalle Autorità di vigilanza nazionali.

Il CERS è un organismo indipendente, privo di personalità giuridica, che esercita la vigilanza macro-prudenziale a livello unionale, concorrendo a prevenire o attenuare il rischio sistemico¹⁹. Di tale fenomeno il regolamento²⁰ offre una definizione più orientata a descrivere gli effetti che la natura: «*rischio di*

¹⁶Per una puntuale disamina si rinvia a CIRAOLO, *op. cit.*; PELLEGRINI, *op. cit.*; LAMANDINI, *I regolamenti europei istitutivi del comitato per il rischio sistemico e delle autorità europee di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari e mercati" in Nuove leggi civili commentate, 2/2012, pag. 1-13; TROIANO, <i>L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo* in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia* a cura di Pellegrini, Cedam, 2016, pag. 505-531.

¹⁷PELLEGRINI, op. cit.

¹⁸EBA, Autorità bancaria europea istituita con Reg. (UE) 1093/2010; EIOPA, Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali istituita con con Reg. (UE) 1094/2010; ESMA, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati istituita con con Reg. (UE) 1095/2010. I tre regolamenti sono stati modificati dal Reg. (UE) 2019/2175.

¹⁹La *governance* prevede un Presidente, due Vicepresidenti, un Consiglio generale (organo decisionale), un Comitato direttivo, un Segretariato ed un Comitato scientifico consultivo.

²⁰Reg. (UE) 1092/2010; tra le novelle si ricorda il Reg. (UE) 2019/2176. Con Reg. (UE) 1096/2010 sono stati conferiti a BCE compiti specifici per il funzionamento del CERS.

perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per l'economia reale dell'Unione o di uno o più dei suoi Stati membri e per il funzionamento del mercato interno». La formula pare consentire ampi margini interpretativi, sì da scongiurare eventuali preclusioni all'azione del CERS. In ogni caso, per "rischio sistemico" deve intendersi la probabilità che si verifichi un collasso del sistema finanziario, anche con effetti transfrontalieri, causato dal concomitante default di una molteplicità di operatori, vuoi per l'insorgenza di uno shock con effetti generalizzati, vuoi per l'innesco di un effetto a catena dovuto ai reciproci rapporti debitori/creditori intercorrenti tra i vari soggetti²¹.

In ragione delle competenze in materia macro-prudenziale, la BCE contribuisce significativamente al funzionamento del CERS, assicurando un segretariato e fornendo risorse umane e finanziarie. Inoltre, il Presidente del CERS coincide con quello della BCE²²; ad esso si affiancano due vicepresidenti, uno nominato tra i membri del consiglio generale aventi diritto di voto²³, l'atro identificato nel Presidente del Comitato congiunto delle Autorità europee di vigilanza.

Il CERS assolve alle proprie funzioni attraverso il monitoraggio e la valutazione dei rischi, attività all'esito delle quali è titolato ad emettere segnalazioni (risk warnings), formulare raccomandazioni non vincolanti, sia generali che specifiche, indirizzate tanto all'Unione, quanto ad uno o più Stati membri, oppure a una o più autorità europee o nazionali di vigilanza, compresi la BCE (limitatamente alla supervisione bancaria) ed il SRB. È previsto che le raccomandazioni indichino un termine entro il quale debba essere data attuazione,

²¹Cfr. GUALANDRI, NOERA, Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale in AA.VV. Lo stato della finanza. Scritti in onore di Marco Onado a cura di Bisoni, Gualandri, Landi, Lusignani, il Mulino, 2014, pag. 15-62.

²²Il Reg. (UE) 1092/2010 prevedeva che il Presidente della BCE presiedesse il CERS per un periodo di cinque anni, ma la funzione è stata mantenuta anche successivamente. Il Reg. (UE) 2019/2176 ha reso permanente tale assetto; cfr. considerando n. 5.

²³Nella formulazione originaria il primo vicepresidente veniva eletto da e tra i membri del Consiglio generale della BCE, l'attuale formulazione è conseguente al Reg. (UE) 2019/2176.

inoltre i destinatari sono tenuti a fornire adeguate giustificazioni in caso di inattività, secondo il meccanismo "comply or explain".

La vigilanza micro-prudenziale è assegnata alle tre Autorità europee di vigilanza, organismi dotati di personalità giuridica, costituiti secondo un schema comune²⁴ ispirato al modello delle agenzie europee²⁵. La convergenza dei Regolamenti istitutivi ha determinato, almeno inizialmente, la sostanziale omogeneità delle relative discipline; ciononostante particolare attenzione è stata dedicata all'Autorità competente per il settore bancario. Le ragioni hanno natura esogena, potendosi ricondurre tanto ai fenomeni che nell'ultimo decennio hanno interessato lo specifico comparto, quanto alla successiva sedimentazione normativa in tema di vigilanza. Di conseguenza, seguiremo la stessa impostazione.

L'EBA contribuisce alla stabilità finanziaria dell'Unione, garantisce il regolare funzionamento del settore, assicura la diffusione di elevati *standard* di regolamentazione e di vigilanza e l'omogenea applicazione del diritto bancario europeo, favorisce la trasparenza, la semplicità e l'equità del mercato interno e ne promuove l'integrità e la sicurezza contrastando i fenomeni del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo²⁶.

Tali obiettivi sono perseguiti attraverso la predisposizione del *single rulebook*²⁷, un *corpus* unico di norme, teso al raggiungimento di pari condizioni (*level playing field*) e di elevata tutela per i depositanti, gli investitori ed i consumatori. Allo scopo, nei casi in cui la Commissione è delegata ad adottare

²⁴La *governance* delle tre autorità comprende il Consiglio delle autorità di vigilanza (principale organo decisionale), il consiglio di amministrazione, il presidente e il direttore esecutivo.

²⁵CHITI, Le trasformazioni delle agenzie europee in RTDP, 1/2010, pag. 57-90.

²⁶Tale attività non era compresa tra le competenze originarie ed è stata attribuita con la riforma del 2019; cfr. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, pag. 7.

²⁷L'espressione in parola, sebbene non fosse stata utilizzata dal "Gruppo de Larosière", è stata variamente impiegata in testi legislativi, cfr. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*, Quad. giur. CONSOB, 2017.

norme tecniche di regolamentazione²⁸ o di attuazione²⁹ afferenti il settore bancario e non implicanti decisioni strategiche o scelte politiche³⁰, l'EBA ne elabora i progetti, sottoponendoli all'approvazione della Commissione³¹, cui, peraltro, è consentito approvarli in parte o con modifiche, sollecitarne la produzione in caso di inerzia e, in *extrema ratio*, provvedere in autonomia.

Oltre all'attività delegata, l'Autorità emana orientamenti indirizzati alla generalità delle autorità competenti (ivi compresa la BCE) o degli istituti finanziari, ovvero raccomandazioni dirette a singoli soggetti. Tali atti sono privi di efficacia vincolante, tuttavia i destinatari sono chiamati a compiere ogni sforzo per conformarsi, ovvero fornire riscontro nel caso in cui non intendano dar seguito.

L'EBA è ora titolata ad emettere pareri su tutte le questioni connesse con la sua area di competenza, sia di propria iniziativa, sia su impulso del Parlamento, del Consiglio, o della Commissione, i quali possono altresì chiedere consulenze tecniche e l'espletamento di consultazioni pubbliche.

Ulteriore istituto, recentemente legittimato in modo autonomo³² e costituente a pieno titolo una forma di realizzazione del *single rulebook*, è

²⁹Art. 291 del TFUE.

²⁸Art. 290 del TFUE.

³⁰In tema di discrezionalità sarebbe disatteso dalla prassi operativa, in quanto EBA sovente assumerebbe determinazioni strategiche e/o politiche; CAPPIELLO, *Il meccanismo di adozione delle regole e il ruolo della European Banking Authority*, in *Scritti sull'Unione Bancaria* a cura di D'Ambrosio, B.d.I., Quad. Ric. Giur., n. 81, luglio 2016, pag. 35-54.

³¹L'endorsement è reso necessario dall'assenza di potestà normativa in capo alle Autorità, non contemplate dai Trattati. Il fondamento giuridico della riforma è stato individuato nell'art. 114 TFUE, secondo l'interpretazione della CGUE (sent. 2 maggio 2006, causa C-217/04), in forza della quale «nulla nel tenore testuale dell'articolo [...] permette di concludere che i provvedimenti adottati dal legislatore comunitario sul fondamento di tale disposizione debbano limitarsi, quanto ai loro destinatari, ai soli Stati membri. Può infatti rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l'istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti».

³²In origine l'istituto delle *QandA* è stato inquadrato come strumento pratico e di convergenza finalizzato a promuovere approcci e prassi comuni, ai sensi dell'art. 29, par. 2 del Reg. (UE) 1093/2010; cfr. CAPPIELLO, *op. cit.* Solo con la riforma di fine 2019 ha trovato legittimazione diretta nell'art. 16-ter, introdotto dal più volte ricordato Reg. (UE) 2019/2175.

rappresentato dalle domande e risposte (*QandA*), attraverso il quale ciascuna persona fisica o giuridica, comprese le autorità e le istituzioni dell'Unione, può rivolgere domande all'EBA in ordine all'applicazione di norme di diritto europeo inerenti la materia di competenza, o di atti di sua emanazione. Le risposte non sono vincolanti e vengono pubblicate sul sito internet dell'Autorità³³.

Alle funzioni richiamate si affiancano compiti specifici – connotati da toni più marcatamente amministrativi e caratterizzati dall'attribuzione di poteri di ampiezza direttamente proporzionale all'ingravescenza delle singole fattispecie – assegnati direttamente dal regolamento istitutivo nei casi di violazione o abuso del diritto dell'Unione, di intervento in situazioni di emergenza e di risoluzione delle controversie tra autorità competenti in situazioni transfrontaliere. Successivi atti normativi hanno riconosciuto all'Autorità la facoltà di adottare, in casi determinati ed al ricorrere di requisiti specifici, taluni provvedimenti ad efficacia generalizzata con contenuto preclusivo, o precettivo³⁴.

La breve rassegna appena compiuta mette in evidenza come l'attività dell'EBA (*rectius* delle tre Autorità europee di vigilanza) si sostanzi in larga misura nel partecipare alla produzione del formante legislativo e, dunque, come le funzioni ad essa attribuite abbiano natura prevalentemente regolatoria.

Da diverso punto prospettico, risulta altresì manifesto come la prima fase di riassetto del sistema finanziario sia stata orientata principalmente a massimizzare l'armonizzazione normativa e l'omogeneità delle prassi interpretative,

³³A gennaio 2021 sono state pubblicate sul sito internet dell'Autorità più di duemila risposte complete ed altre cinquecento circa sono in corso di revisione, in attesa di pubblicazione. https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa

³⁴La radicata giurisprudenza della CGUE (sent. *Meroni* e *Romano*) esclude che possano essere conferiti poteri discrezionali alle agenzie. Da ultimo la CGUE (sent. *Short selling*) ha statuito che in presenza di precisa disciplina e di controllo giurisdizionale secondo criteri stabiliti dall'autorità delegante, debba escludersi l'attribuzione di veri e propri poteri discrezionali. É stato osservato che i poteri attribuiti ad EBA dal Reg. (UE) 600/2014 (MIFIR) e dalla Dir. 2014/27 UE abbiano fatto, più o meno consapevolmente, seguito alla citata sentenza; Cfr. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la BCE e con le altre autorità di supervisione e di regolamentazione* in AA.VV., *L'Unione bancaria europea a cura di Chiti e Santoro*, cit., pag. 115-138.

mantenendo le ulteriori funzioni di vigilanza³⁵ in capo alle autorità domestiche.

Al riguardo, la dottrina espresse giudizi non acritici ma sostanzialmente favorevoli, avendo quantomeno apprezzato lo sforzo profuso per il raggiungimento di fini reputati condivisibili³⁶, non mancando tuttavia di sottolineare come le misure introdotte costituissero poco più del minimo necessario ed al contempo poco meno del massimo possibile³⁷, a causa degli angusti spazi di manovra imposti dalla necessità di operare a trattati invariati.

3. Il secondo momento di riforma fu conseguente alla crisi dei debiti sovrani, allorché l'emersione di evidenti interconnessioni tra debito pubblico e stato di salute delle banche³⁸ mise in luce l'insufficienza dei soli meccanismi di coordinamento, con conseguente affermazione della necessità di più incisive forme di vigilanza, specie all'interno dell'eurozona³⁹.

Perciò, nel settembre 2012, la Commissione elaborò una tabella di marcia per l'istituzione diacronica dell'Unione bancaria, basata su tre pilastri: accentramento delle funzioni di vigilanza, istituzione di un meccanismo integrato di gestione delle crisi bancarie e creazione di un sistema unico di garanzia dei depositi⁴⁰. Obiettivo della proposta era ripristinare la fiducia nel sistema bancario e nella moneta unica

³⁵Nei sistemi economici evoluti le funzioni di vigilanza sono tripartite in v. regolamentare, v. informativa e v. ispettiva; cfr. BRESCIA MORRA, *Le forme della Vigilanza* in AA.VV., *Manuale di Diritto bancario e finanziario* a cura di Capriglione, Cedam, 2019, pag. 129-181.

³⁶Cfr. CIRAOLO, op. cit.

³⁷In questi termini LAMANDINI, op. cit.

³⁸La crisi riguardò prevalentemente i paesi periferici. Il fenomeno si manifestò come un vero e proprio circolo vizioso, noto come *bank-sovereign spiral*.

³⁹L'Unione monetaria ha stimolato la crescita di gruppi economico-finanziari transfrontalieri con ovvie ricadute sul piano della trasmissibilità dei rischi.

⁴⁰ Per un puntuale disamina si rinvia a GUARRACINO, *Il meccanismo unico di vigilanza sugli enti creditizi tra diritto primario e riforma dei trattati*, in RTDE, 3/2013, pag. 171-203; MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, B.d.I., Quad. Ric. Giur., n. 73, settembre 2013; CIRAOLO, *Il Reg. UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni* in Amministrazione in cammino, maggio 2014; BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in BIS 1/2015, pag. 73-90; CHITI, SANTORO (a cura di), *op. cit.*; IBRIBO, *op. cit.*; PIERINI, *op. cit.*; MAGLIARI, *op. cit.*

in una prospettiva di lungo periodo, nondimeno autorevole dottrina ebbe modo di intravedere motivazioni sufficienti a sostegno di «un'interpretazione estensiva dell'intervento di cui trattasi, sì da considerarlo alla stregua di un significativo "first step" nel più articolato percorso verso l'unione politica europea »⁴¹.

Con leggero ritardo rispetto alla road map ipotizzata, nell'ottobre 2013, furono attribuiti con regolamento⁴² alla Banca centrale europea compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, dando così via al Meccanismo di vigilanza unico (MVU)⁴³.

Successivamente, nell'aprile 2014, fu realizzato il Meccanismo di risoluzione unico (MRU), mediante l'adozione di tre distinti provvedimenti normativi con cui fu istituito un Comitato competente per l'ordinata composizione delle crisi bancarie⁴⁴, vennero definite norme armonizzate per la gestione di tali procedure⁴⁵ ed aggiornate quelle preesistenti relative alla disciplina dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi⁴⁶.

Il terzo pilastro non ha avuto realizzazione a causa delle resistenze dei paesi più solidi, per nulla propensi ad assecondare schemi di mutualizzazione dei costi derivanti dai salvataggi bancari.

Nel prosieguo sarà trattato il solo MVU, per due ordini di motivi. Da un lato, la devoluzione di competenze alla BCE ha costituito un'importante innovazione per l'ordinamento europeo, con vaste implicazioni sul piano pubblicistico. Sotto altro punto di vista, poiché il primo pilastro costituisce la forma più compiuta dell'intero progetto: ciò è evidente in riferimento al terzo pilastro, mentre pare doveroso

⁴¹CAPRIGLIONE, L'Unione bancaria europea. Una sfida per un'Europa più unita, Utet, 2013, pag.

⁴²Reg. (UE) 1024/2013.

⁴³Sono stati rilevati ampi segnali a sostegno di una sostanziale univocità di fini tra il *Fiscal compact*, in materia di finanza pubblica, ed il MVU per quel che attiene al comparto bancario.

⁴⁴Reg. (UE) 806/2014 (SRM), modificato dal Reg. (UE) 2019/877 (SRM II).

⁴⁵Dir. 2014/59/UE (BRRD), modificata dalla Dir. (UE) 2019/879 (BRRD II).

⁴⁶Dir. 2014/49/UE.

meglio argomentare in relazione al secondo. Infatti, seppur tale normativa abbia determinato un rilevante cambio di paradigma – disincentivando pratiche di *moral-hazard* e superando attraverso il *bail-in* le logiche di socializzazione delle perdite – nella pratica consta rilevare una sola applicazione⁴⁷, nel caso del *Banco popular español*⁴⁸.

Venendo all'analisi del MVU è opportuno circoscriverne preliminarmente l'area di operatività, precisando che tale perimetro è limitato all'eurozona e agli stati non aderenti all'euro che abbiano sottoscritto specifici accordi di stretta cooperazioni con la BCE. Ad ottobre 2020, sono entrate a far parte dell'Unione bancaria Croazia e Bulgaria⁴⁹.

Giova inoltre puntualizzare che l'adozione di tale assetto non ha dato origine a nuovi organismi, bensì ha introdotto inediti criteri di riparto, attraverso i quali sono state devolute alla BCE competenze in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi.

In primis può osservarsi che il campo d'azione concesso al neo supervisore non è illimitato, in quanto sono espressamente lasciate alle autorità nazionali le attività non strettamente funzionali al controllo prudenziale⁵⁰.

Meno agevole la valutazione in ordine alla esclusività dei compiti assegnati alla BCE. Infatti la presenza di richiami non biunivoci tra la norma che enuncia i compiti ad essa attribuiti⁵¹ e quella che fissa i criteri di riparto con le autorità nazionali⁵² ha reso possibili plurime interpretazioni. Sul punto è recentemente

⁴⁷Cfr. ARRIGONI, Verso la fine del Bail-in? Una critica al regime europeo di gestione delle crisi bancarie in BIS, 1/2021, pag. 59-75.

⁴⁸Cfr. la scheda sul sito del SRB, https://www.srb.europa.eu/en/content/banco-popular.

⁴⁹BCE, Annual report 2020.

⁵⁰Come la tutela dei consumatori, il contrasto del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo (materia in cui è stato rafforzato il ruolo di EBA, v. *supra* nota 26), la vigilanza sui servizi di pagamento e lo svolgimento di attività connesse al mercato degli strumenti finanziari.

⁵¹Reg. UE 1024/2013, art. 4, par. 1.

⁵²Reg. UE 1024/2013, art. 6.

intervenuta la CGUE⁵³, affermando che la BCE dispone di competenza esclusiva nell'esercizio di tutti i compiti elencati dal regolamento nei confronti di tutte la banche, a prescindere dalla significatività⁵⁴.

La decisione non è esente da rilevanti implicazioni. In ogni caso, alla luce della menzionata giurisprudenza pare opportuno ricondurre al novero delle competenze esclusive non solo il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e la valutazione delle modifiche agli assetti proprietari; ma anche l'assolvimento di compiti in relazione all'esercizio di attività transfrontaliere in uno stato non aderente; lo svolgimento di verifiche in ordine al rispetto delle norme tecniche che impongono l'adozione di requisiti prudenziali⁵⁵ e di solidi modelli di corporate-governance⁵⁶; l'espletamento di valutazioni e stress test, anche in coordinamento con EBA, finalizzati ad accertare la sana e prudente gestione e la copertura dei rischi, con facoltà di imporre obblighi specifici ai singoli istituti; l'esercizio della vigilanza consolidata sulle società madri di gruppi bancari e di quella supplementare sui conglomerati finanziari di cui fanno parte enti soggetti alla sua supervisione; l'assoluzione di compiti specifici in relazione a piani di risanamento e a misure di intervento precoce, con esclusione dei poteri di risoluzione. Infine la BCE è competente nel caso in cui banche stabilite in stati non partecipanti intendano avviare attività transfrontaliere all'interno del perimetro del MVU.

⁵³CGUE, sent. 8 maggio 2019, causa C-450/17 P (*Landeskreditbank*).

⁵⁴Per un giudizio critico si rimanda a MAGLIARI, *op. cit.*, pag. 141; altrove si è ritenuto che la pronuncia sia basata su di una interpretazione strettamente letterale; RAGANELLI, *La vigilanza finanziaria europea al vaglio delle Corti* in AGE, 2/2018, pag. 363-391.

⁵⁵Segnatamente: «requisiti prudenziali relativamente a requisiti in materia di fondi propri, cartolarizzazione, limiti ai grandi rischi, liquidità, leva finanziaria, segnalazione e informativa al pubblico delle informazioni su tali aspetti»; art. 4, par. 1, let. d).

⁵⁶Nello specifico: «requisiti che assicurino la presenza di solidi dispositivi di governo societario, compresi i requisiti di professionalità e onorabilità per le persone responsabili dell'amministrazione degli enti creditizi, di processi di gestione del rischio, di meccanismi di controllo interno, di politiche e prassi di remunerazione e di processi efficaci di valutazione dell'adeguatezza del capitale interno, compresi i modelli basati sui rating interni»; art. 4, par. 1, let. e).

Orbene, tale ampia schiera di poteri e di competenze non si traduce in una completa estromissione delle autorità domestiche, dal momento che il regolamento sancisce un obbligo di reciproca cooperazione, che si sostanzia in una pluralità di modelli d'intensità variabile⁵⁷. Tra queste rileva il particolare procedimento per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, articolato in due fasi, di cui la prima rimessa alle autorità domestiche, con conseguente attribuzione al giudice nazionale delle eventuali controversie⁵⁸. Inoltre, l'esercizio day by day delle attività di vigilanza prudenziale nei confronti delle banche significative⁵⁹ è svolto da *Joint Supervisory Team* (JST), formati da personale appartenente ad entrambe le autorità⁶⁰; mentre nei confronti delle banche *less-significant* i compiti sono assolti in via diretta dalle autorità nazionali, chiamate ad adottare tutte le decisioni pertinenti, ferma restando la generale sorveglianza della BCE, a cui è riconosciuta facoltà di avocare a sé la supervisione, ove funzionale ad assicurare standard più elevati.

Per quanto attiene al diritto applicabile, il regolamento prevede che, nello svolgimento delle funzioni di vigilanza, la BCE debba osservare l'intero diritto dell'Unione, compresa la legislazione interna nei casi di recepimento di direttive, o

⁵⁷La dottrina ha rinvenuto forme di cogestione, consultazione e comunicazione preventiva, esecuzione di attività di supporto, messa a disposizione di personale, compresa la partecipazione dei rappresentati nazionali in seno al Consiglio di vigilanza. Tuttavia non ha mancato di rilevare che si tratta di una cooperazione «asimmetrica», poiché sono prevalentemente le autorità nazionali a supportare la BCE, cui sono assoggettate. Cfr. CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea* in AA.VV. *Scritti in onore di Franco Bassi*, tomo II, Ed. scientifiche italiane, 2015, pag. 1191-1222.

⁵⁸ROSSI, La tutela delle banche vigilate nel MVU, tra nodi irrisolti e prime criticità applicative, in RTDE, 1/2018, pag. 74-117.

⁵⁹Gli enti *significant* sono individuati attraverso criteri quantitativi e qualitativi, sono inoltre sempre considerate significative le banche che abbiano ricevuto aiuti da parte del MES o del FESF. L'ampiezza di tali criteri fa sì che sia soggetto a vigilanza esclusiva della BCE un numero di banche maggiore rispetto a quelle aventi rilevanza sistemica, cfr. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura...*, cit. A novembre 2021 sono ritenuti *significant* 115 enti creditizi, che detengono circa l'82% degli attivi bancari.

⁶⁰Per una valutazione in ordine alla capacità dei JST di fungere da catalizzatori di differenti culture di vigilanza, idonei a superare i limiti delle reti amministrative tradizionali e a diffondere una cultura giuridica comune si rinvia a MACCHIA, *I rapporti tra burocrazia italiana e burocrazia europea* in AGE, 1/2020, pag. 27-49.

di regolamenti che concedano opzioni agli stati membri. Tale previsione costituisce una forma inedita d'integrazione, poiché in precedenza erano state sperimentate solamente forme di applicazione decentrata del diritto unionale⁶¹.

Nello svolgimento delle funzioni di supervisione la BCE può adottare orientamenti, raccomandazioni e prendere decisioni, in conformità disposizioni dall'EBA e nel rispetto delle norme tecniche ad essa delegate, alla cui formazione può, peraltro, collaborare assumendo qualsiasi ruolo partecipativo. Inoltre, BCE può adottare regolamenti esclusivamente nella misura in cui sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento dei propri compiti. I limiti in parola sono stati evidentemente imposti per evitare sovrapposizioni con EBA.

Per l'assolvimento dei propri compiti BCE può richiedere informazioni, svolgere indagini generali ed ispezioni in loco, previa notifica alle autorità nazionali.

L'effettività dell'azione è assicurata dalla possibilità di irrogare sanzioni pecuniarie a persone giuridiche, in caso di violazione con dolo o colpa di obblighi derivanti da atti dell'UE direttamente applicabili, nonché in caso di violazione di decisioni o regolamenti emanati dalla stessa BCE. Nei casi in cui i soggetti sanzionabili siano persone fisiche, ovvero nei casi in cui l'obbligo discende da direttive che necessitano di essere recepite nell'ordinamento interno, ha facoltà di sollecitare le autorità nazionali, affinché emettano sanzioni⁶².

La rassegna appena conclusa, seppur sommaria, consente di comprendere

⁶¹CLARICH, op. cit., pag. 1203.

⁶²Potere attribuito dall'art. 18, par. 1 e par. 7 del Reg. (UE) 1024/2013. A marzo 2021, BCE ha pubblicato una guida alla determinazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, ove, tra l'altro, è previsto che l'ammontare sia stabilito tenendo conto della situazione finanziaria del destinatario, onde evitare di causarne l'insolvenza o il dissesto e garantire la proporzionalità. Inoltre possono essere comminate sanzioni simboliche ed infine è possibile discostarsi dai parametri citati, se necessario per assicurare l'adeguatezza delle sanzioni. BCE, Guide to the method of setting administrative pecuniary penalties pursuant to Article 18(1) and (7) of Council Regulation (EU) No 1024/2013, marzo 2021.

l'ampiezza delle competenze attribuite alla BCE, in precedenza chiamata a svolgere prevalentemente funzioni di politica monetaria. Invero, la possibilità di attribuirle un simile ruolo fu vagliata al tempo della sua istituzione, tuttavia esperienze nazionali divergenti potarono ad un risultato di compromesso, in conseguenza del quale, per i primi tre lustri, il suo ruolo in *subiecta materia* venne limitato allo svolgimento di attività consultiva e di coordinamento. Al contempo, però, il Trattato⁶³ sancì che il Consiglio, deliberando all'unanimità mediante regolamenti e seguendo un procedimento speciale che prevede la consultazione del Parlamento e della stessa BCE, potesse affidarle «*compiti specifici*» in merito alle politiche di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie, esclusion fatta per le assicurazioni. Si comprende, quindi, come tale norma abbia costituito il cardine della novella, rendendo possibile l'attribuzione di poteri discrezionali ad un organismo europeo, senza che ciò comportasse violazione della radicata giurisprudenza in argomento.

Nondimeno, la specificità dei compiti, sancita dal Trattato, pone degli interrogativi⁶⁴ in riferimento alla esclusività delle competenze, prevista dal Regolamento. Infatti, dall'interpretazione estensiva o restrittiva, dell'una o dell'altra, discendono conseguenze non di poco conto, tanto più rilevanti laddove è dato osservare che la CGUE ed la *BVerfG* sono giunte a soluzioni potenzialmente

_

⁶³TFUE, art. 127, par. 6 (ex art. 105 TCE).

⁶⁴Soprattutto gli osservatori tedeschi hanno posto dubbi, sostenendo che il Reg. (UE) 1024/2013 ecceda i limiti dettati dal TFUE. *Contra*, è stato osservato che l'aggettivo "specifico" non denota limiti quantitativi, bensì evita il ricorso a formule generiche, che potrebbero alterare gli equilibri raggiunti in sede unionale; cfr. GUARRACINO, *op. cit.* Altrove è stato evidenziato che lo stesso Reg. accenna all'opportunità di apportare modifiche all'art 127, par. 6 del TFUE al fine di «*eliminare alcune delle restrizioni giuridiche che esso impone attualmente*»; così PIERINI, *op. cit.*, pag. 191. A parere di chi scrive, quest'ultima argomentazione non pare condivisibile, in quanto sembra non tenere in considerazione che le restrizioni, cui si riferisce il considerando 85, non discendono dal requisito della specificità dei compiti sancito dal TFUE, bensì dal modello di "stretta collaborazione" introdotto per gli stati partecipanti non aderenti all'eurozona, dalla procedura di non obiezione imposta dalla separazione tra attività di vigilanza e di politica monetaria, nonché dall'esigenza di rafforzare la legittimazione democratica della BCE.

confliggenti⁶⁵.

La questione è ovviamente di estremo interesse e la soluzione certo non nella disponibilità di chi scrive. Tuttavia la duplice aggettivazione non pare inconciliabile dal punto di vista logico-semantico⁶⁶, ben potendosi ipotizzare un'attribuzione di compiti specifici, detenuti in modo esclusivo, quantunque esercitati con intensità variabile, secondo un articolato meccanismo di riparto, basato su criteri predeterminati. Schema, in definitiva, maggiormente compatibile con una logica di «cogestione» delle competenze⁶⁷ e non di mera cessione; come, del resto, pare concretamente riscontrabile nella prassi organizzativa, analizzando il fenomeno giuridico dal punto di vista della *law in action* e non con un approccio teoretico.

Per quanto attiene all'accentramento delle funzioni di politica monetaria e di vigilanza prudenziale in capo alla BCE, l'esigenza di compartimentazione avvertita dagli stati meno avvezzi a siffatto modello, ha imposto l'adozione di specifici accorgimenti a livello di *governance*, che hanno consentito di minimizzare i potenziali conflitti di interessi ed al contempo di rispettare l'attribuzione esclusiva del potere decisionale al Consiglio direttivo ed al Comitato esecutivo.

⁶⁵L'8 maggio 2019 la CGUE (sent. *Landeskreditbank*) ha affermato che l'adozione del MVU avrebbe comportato un'attribuzione di compiti esclusivi a favore della BCE in relazione a tutti gli enti creditizi vigilati, indipendentemente dalla significatività. Talché spetterebbe alle autorità nazionali prestare assistenza alla BCE nell'esercizio delle competenze assegnatele dal Reg., mediante un'attuazione decentralizzata. Per contro, con due pronunce del 30 luglio 2019 (2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14), la *BVerfG*, in sede di controllo *ultra-vires* e di non contrarietà ai principi costituzionali inderogabili, ha avallato con riserva (schema "*ja-aber*") l'Unione bancaria, ritenendo che l'adozione di adeguati meccanismi di precauzione bilanci in modo ancora accettabile il *deficit* di legittimazione democratica e che la devoluzione di competenze alla BCE debba essere interpretata in modo restrittivo, nel senso che la competenza in tema di vigilanza bancaria sarebbe suddivisa tra BCE e autorità nazionali, con la conseguenza che queste ultime non agirebbero su delega della prima, bensì nell'esercizio di poteri propri. Cfr. FARAGUNA, MESSINEO, *Il Bundesverfassungsgericht salva (con riserva) l'Unione bancaria* in Quad. Cost. 4/2019, pag. 927-930.

⁶⁶Interessante la chiave di lettura offerta da MAGLIARI, *op.cit.*, pag. 61, secondo cui la versione in lingua tedesca, utilizzando l'aggettivo *besondere* (e cioè "speciali"), suggerirebbe una interpretazione restrittiva dei compiti assegnati.

⁶⁷CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea* in Giornale di Diritto Amministrativo, 1/2014, pag. 79-82.

All'uopo è stato introdotto nell'architettura della BCE un nuovo organismo, il Comitato di vigilanza, composto da membri interni e da rappresentanti delle autorità nazionali⁶⁸, a cui compete l'adozione di progetti decisionali, che vengono adottati dal Comitato esecutivo attraverso la procedura di non obiezione, ai sensi della quale, trascorsi dieci giorni dalla presentazione, le proposte s'intendono approvate, senza necessità di ratifica, né possibilità di modifiche.

Nel caso in cui l'obiezione del Comitato esecutivo dovesse determinare divergenze di opinioni con una autorità nazionale, quest'ultima ha facoltà di chiedere l'intervento risolutivo del Gruppo di esperti di mediazione.

Infine, qualunque persona fisica o giuridica interessata da una decisione di vigilanza può presentare istanza alla Commissione amministrativa del riesame, composta da cinque esperti indipendenti, affinché ne valuti la regolarità formale e sostanziale. Il procedimento in parola si conclude con un invito non vincolante diretto al Comitato di vigilanza, affinché modifichi o confermi il contenuto. Dal punto di vista formale, l'originaria decisione deve comunque intendersi abrogata e dunque, anche in caso di conferma, il Comitato di vigilanza dovrà sottoporre al silenzio assenso del Comitato esecutivo un nuovo progetto⁶⁹. L'esercizio del procedimento non preclude il successivo sindacato giurisdizionale, né costituisce condizione di procedibilità⁷⁰.

Da quanto sin qui detto, consegue che l'adozione del MVU ha determinato l'avvicinamento del modello europeo a quello già sperimentato in molteplici ordinamenti nazionali in cui l'esercizio della politica monetaria e della vigilanza bancaria è stato svolto in modo unitario. Nondimeno, la natura sovranazionale e l'asincronia evolutiva caratterizzanti l'esperienza europea hanno dato luogo ad

⁶⁸A seconda del modello vigente internamente le autorità nazionali possono essere, o no, banche centrali. In caso negativo, è consentito che il rappresentante sia accompagnato da un componente della banca centrale nazionale.

⁶⁹BRESCIA MORRA, *La nuova architettura*..., cit.

⁷⁰ROSSI, op. cit.

elementi qualificanti, che delimitano l'azione del supervisore tanto sul piano orizzontale⁷¹, quanto su quello verticale⁷².

Sotto altro profilo, il principio di segmentazione funzionale, compendiato nella disposizione secondo cui i compiti di vigilanza debbano essere assolti senza recare pregiudizio alla politica monetaria, sembra condurre alla tendenziale primazia di quest'ultima con conseguente inquadramento del MVU come strumento reattivo teso a supportarne l'azione⁷³.

Il tutto in un contesto in cui l'agere della BCE, dalle operazioni non convenzionali alla strategia comunicativa⁷⁴, è stato diretto in modo non equivoco a salvaguardia dell'euro ed in linea con un *trend* evolutivo, che ha consentito all'istituzione di assolvere al mandato primario del «*mantenimento dei prezzi*» in modo flessibile, perseguendo al contempo obiettivi di crescita economica e di salvaguardia dei livelli occupazionali, sì da evolvere verso un compiuto modello di «*central banking*»⁷⁵.

4. Gli interventi di cui si è detto rappresentano un momento di sostanziale modifica per la disciplina del settore finanziario e, più in generale, di accelerazione per il processo d'integrazione europea. Alle istituzioni della UE va, quindi, il merito di essere riuscite in tempi brevi a predisporre un'articolata serie di misure, rivelatesi idonee a contrastare gli effetti avversi della crisi e a preservare la moneta

⁷¹Nel modello italiano regolazione e vigilanza hanno costituito due modalità distinte ma complementari della supervisione svolta da Banca d'Italia, alla cui sfera era riconducibile anche la gestione delle crisi bancarie; cfr. AMOROSINO, *I quattro livelli della supervisione bancaria: globale, europea, nazionale ed interna alle banche: connessioni verticali e traversali* in RTDE, 4/2015, pag. 273-282.

⁷²Per la necessaria collaborazione delle autorità nazionali.

⁷³LEMMA, *Ad un anno dal Single Supervisory Mechanism: riflessioni per un primo bilancio* in RTDE, 3/2015 sup., pag. 114-129.

⁷⁴CANEPA, L'intervento della BCE nella crisi fra misure di politica monetaria non convenzionali e strategie di comunicazione, in AA.VV. La Banca Centrale Europea. Il custode della costituzione economica a cura di Burzacchi; Giuffrè, 2017, pag. 191-209.

⁷⁵CAPRIGLIONE, *Unione monetaria e ruolo della BCE. Unione bancaria europea, SSM, SRM* in AA.VV. *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, cit., pag. 533-554.

unica.

Eppure, i risultati anzidetti sono stati conseguiti mediante una pluralità di interventi convergenti, non simultanei, né dotati di pari intensità, efficacemente definiti come «*movimento legislativo*»⁷⁶. Del resto, l'irruenza della crisi ha dettato la necessità di intervenire a trattati invariati e le divergenze emerse nel confronto politico tra gli stati si sono spesso tradotte nell'adozione di misure di compromesso.

Conseguentemente, il modello scaturitone appare intrinsecamente complesso, in quanto caratterizzato da criticità derivanti dalla ripartizione multilivello delle competenze, dalla variabilità delle geometrie⁷⁷ e dalla distinzione tra *regulation* e *supervision*.

In questo contesto, ampia attenzione è stata dedicata all'analisi delle relazioni intercorrenti tra i vari attori operanti a livello europeo.

Quanto ai rapporti tra EBA e BCE⁷⁸, in linea di principio, i relativi settori di competenza appaiono sufficientemente delineati, risultando la prima incaricata della regolazione e la seconda della vigilanza. Tuttavia, dalla distinzione in parola discendono conseguenze sia di ordine sistematico che pratico.

Dal primo punto di vista, è dato riscontrare che la mancata armonizzazione dei regolamenti finisce per sovvertire la gerarchia istituzionale, dal momento che BCE, istituzione dell'Unione prevista dai Trattati, è stata formalmente assoggetta ad EBA, agenzia introdotta con regolamento⁷⁹. Al riguardo, è doveroso precisare che la questione assume rilevanza non in riferimento alle norme tecniche di

_

⁷⁶CASSESE, *La nuova architettura...*, cit.

⁷⁷Efficace rappresentazione è offerta dall'immagine dei cerchi concentrici sul più esterno dei quali trovano collocazione le riforme del 2010 applicabili a tutti gli stati dell'UE e sul più interno l'Unione bancaria, applicabile solo all'eurozona (e ai paesi aderenti su base volontaria) MANCINI, *op. cit*.

⁷⁸DEL GATTO, *Il problema dei rapporti tra la Banca centrale europea e l'Autorità bancaria europea*, in RTDP, 4/2015, pag. 1221-1260; BRANCOLI BUSDRAGHI, *Il meccanismo unico di vigilanza bancaria: dalla teoria alla pratica* in MCR, 3/2016, pag. 461-478.

⁷⁹D'AMBROSIO, *Il Meccanismo di Vigilanza Unico: profili di indipendenza e di accountability* in *Scritti sull'Unione Bancaria*, B.d.I., Quad. Ric. Giur., n. 81, luglio 2016, pag. 81-107.

regolamentazione o di attuazione, bensì in relazione agli orientamenti ed alle raccomandazioni privi di efficacia vincolante, rafforzati dal meccanismo "comply or explain" che, in definitiva, pone un dovere di accountability in capo a BCE.

Dal punto di vista pratico non sempre è agevole tracciare una linea di demarcazione netta tra le funzioni regolamentari e supervisorie.

La questione non è sfuggita al legislatore che, oltre a prescrivere un generale obbligo di collaborazione, prevede la possibilità di espletare valutazioni prudenziali e stress test congiunti, introduce meccanismi di coordinamento e forme compartecipative, vietando altresì interferenze nell'esercizio delle attività internazionali. Ciononostante, l'emanazione del "Single supervisory handbook" da parte di EBA e del "SSM Supervisory Manual" da parte di BCE non può che destare qualche perplessità.

Infine, non può sottacersi che, alla prova dei fatti, pare predominante il ruolo della BCE. Sul punto, risulterebbero determinanti la maggior reattività e la più ampia visione d'insieme dimostrate durante la grande crisi finanziaria⁸⁰. Viceversa, l'operatività di EBA sembrerebbe condizionata da regole procedurali, che, risolvendosi nella ricorrente necessità di mediare tra posizioni contrapposte, spesso porterebbe all'adozione di soluzioni di second best. Il fenomeno risulterebbe tanto marcato da indurre gli osservatori non solo a parlare di «recessività» di EBA, ma addirittura a paventarne la fusione con ESMA o EIOPA, sì da superare il modello di vigilanza "funzionale" in favore di un sistema "twin peaks"81. Di conseguenza, il mantenimento in essere di EBA sarebbe spiegato

⁸⁰ IBRIDO, op. cit., pag. 200.

⁸¹Tradizionalmente i modelli di vigilanza sono suddivisi in istituzionale, funzionale ed unico. Il modello twin peacks si contrappone ai predetti, poiché la suddivisione avviene sulla base dei beni giuridici tutelati: stabilità (prudential peak) e trasparenza (conduct of business peak). In siffatto modello le due autorità assumono competenze in modo trasversale ai settori ed ai soggetti, superando le difficoltà di inquadramento di nuovi intermediari, o prodotti, che incontrano invece i sistemi tradizionali.

nell'attualità dall'estensione di competenza all'intera Unione europea⁸². Allo stato risulta evidente che, a seguito di Brexit e dell'adesione di Bulgaria e Croazia all'Unione bancaria, il peso dei mercati finanziari non aderenti all'euro è fortemente ridimensionato, talché non può escludersi l'accentuazione degli squilibri già esistenti ad ulteriore vantaggio della BCE.

Riguardo ai rapporti tra CERS e BCE, l'ampia interconnessione esistente è frutto di una precisa scelta politica, effettuata dal legislatore in sede costitutiva. Per comprendere la portata dell'assunto basti rammentare che le presidenze coincidono, come confermato dalla novella del 2019, oltre al fatto che BCE fornisce mezzi e Segretariato. Ciò posto, talune criticità potrebbero discendere dalla simultanea sottoposizione della BCE a norme di condotta potenzialmente incompatibili, derivanti dal fatto che i regolamenti di riferimento⁸³ impongono doveri di sia di riservatezza, che di condivisione delle informazioni⁸⁴. Il ricorso alle consuete categorie della articolazione organizzativa degli enti pubblici potrebbe aiutare a risolvere la questione⁸⁵ per le funzioni esecutive, mentre dubbi sembrerebbero permanere per la presidenza, in ragione della coincidenza delle due funzioni in capo alla medesima persona fisica. Infine, l'equiparazione della BCE alle autorità nazionali, suscita dubbi di sovversione della gerarchia istituzionale, analoghi a quelli già osservati in riferimento ad EBA.

_

⁸²SANTORO, *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?* in BIS, 2/2018, pag. 193-205.

⁸³Il Reg. (UE) 1092/2010 obbliga i soggetti operanti nel contesto del CERS a non rivelare informazioni coperte da segreto d'ufficio (art. 8, par. 1), prescrive l'adozione di procedure sulla riservatezza (art. 8) e sancisce la riservatezza delle riunioni del Consiglio generale (art. 9, par. 6). Il Reg. (UE) 1024/2013 sottopone la BCE al dovere di cooperazione in buona fede con le autorità nazionali competenti e all'obbligo di scambio di informazioni (art. 6, par. 2).

⁸⁴CIRAOLO, Il Reg. UE n. 1024/2013 sul meccanismo unico di vigilanza e l'unione bancaria europea. Prime riflessioni, cit.

⁸⁵Ferme restando le difficoltà riscontrabili nel descrivere il processo di integrazione europea mediante figure elaborate in riferimento a fenomeni nazionali; inoltre è possibile parlare in modo compiuto di articolazione organica solo per la BCE e non anche per il CERS, attesa l'assenza di personalità giuridica di quest'ultimo.

5. É di piena evidenza che la legislazione post-crisi non si sia limitata a gettare le basi della struttura verticistica descritta e che, anche su impulso di organizzazioni internazionali come il G7/G20, il *Financial Stability Board* (FSB) ed il *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), i *rule-maker* europei hanno ampiamente innovato la normativa in materia prudenziale. In altri termini, presa coscienza del nesso intercorrente tra la crisi e l'ampia deregolamentazione avvenuta nei decenni precedenti, le risposte non si sono limitate a riformare la vigilanza, ma hanno inciso anche sugli istituti bancari.

Non è possibile in questa sede dar conto compiutamente degli interventi normativi susseguitesi, anche in ragione della loro continua evoluzione, resa plasticamente percepibile dall'incedere della relativa numerazione ordinale. Nel prosieguo sarà tratteggiato, quindi, un quadro delle tendenze in modo impressionistico.

Per quanto attiene alla forma, appare chiara la propensione ad adottare pacchetti normativi, composti da un regolamento e da una direttiva, con cui vengono stabiliti, rispettivamente, i principi fondamentali direttamente applicabili e le regole di dettaglio.

Al riguardo, talune criticità della normativa di primo e secondo livello sono state, da tempo, autorevolmente evidenziate⁸⁶. Per quanto attiene ai regolamenti, l'appunto è rivolto all'eccessiva presenza di dettagli tecnici; talché un'inversione di tendenza, mirata a disciplinare tali aspetti ai livelli inferiori, è ritenuta auspicabile, onde contenerne la lunghezza, massimizzandone l'adattabilità ai cambi di scenario. Con riferimento alle direttive, viene censurato il frequente ricorso a regole di armonizzazione minima, caratterizzate da un ampio numero di opzioni concesse al legislatore nazionale, sì da porsi in contrasto con la finalità di omogeneizzazione perseguita dal *single roulebook*.

⁸⁶ENRIA, *The Single Rulebook in banking: is it 'single' enough?*, intervento del Presidente EBA all'Università di Padova, 28 settembre 2015.

Al terzo livello, atti non vincolanti emanati da EBA e BCE hanno introdotto innovazioni significative, dimostrandosi non meno incisivi di norme di *hard law*. Su tutti, le *guidelines*, emanate da BCE per gli intermediari *significant* in tema di calendarizzazione delle svalutazioni su crediti deteriorati⁸⁷, il cui principio di fondo, seppur con evidenti distinguo, è stato successivamente trasposto in regolamento⁸⁸.

Venendo al merito delle norme, il legislatore europeo non ha introdotto vincoli di specializzazione nello svolgimento dell'attività bancaria, focalizzandosi sull'accrescimento dei requisiti patrimoniali⁸⁹ e sul rafforzamento del governo societario. L'irrobustimento della solidità patrimoniale viene perseguito attraverso la previsione di misure finalizzate all'innalzamento ed al miglioramento del capitale detenuto, anche mediante specifiche riserve; nonché attraverso la previsione di stringenti regole per il controllo della liquidità ed il contenimento della leva finanziaria⁹⁰. In tema di *corporate governance*, vengono potenziati i dispositivi di controllo interno e limitati i fenomeni di concentrazione del potere, al fine di garantire elevati livelli di stabilità aziendale⁹¹. Inoltre, vengono introdotti limiti specifici alla retribuzione variabile del *top management*, onde contrastare potenziali conflitti di interessi derivanti dal perseguimento di obiettivi di breve termine a scapito della solidità e degli interessi di lungo periodo.

La rapidità con cui è stato introdotto il menzionato *corpus* normativo ha determinato impatti diversificati, in ragione degli squilibri esistenti tra i vari

⁸⁷BCE, Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL), marzo 2017; BCE, 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;

⁸⁸Il Reg. CRR II ha introdotto una norma, nota come *backstop* prudenziale, che prevede la calendarizzazione degli accantonamenti su crediti deteriorati originati dopo il 26 aprile 2019; la norma è applicabile a tutte le banche, anche quelle *less significant*, e prevede tempistiche più dilatate rispetto a quelle dell'Addendum.

⁸⁹BRESCIA MORRA, Le forme della vigilanza, cit.

⁹⁰BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive* in BIS, 2/2019, pag. 319-338.

⁹¹CAPRIGLIONE, SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Utet 2019, pagg. 91 e ss.

mercati domestici.

In primis l'imposizione di stringenti criteri patrimoniali, in un contesto di elevato rischio di credito e bassa redditività di tali *asset*, ha ridotto la propensione delle banche a sostenere famiglie ed imprese⁹². Il fenomeno in parola, noto come *credit crunch*, è stato avvertito nella nostra economia più che altrove, a causa delle peculiarità del sistema produttivo, composto in misura prevalente da piccole e medie imprese, poco inclini a finanziarsi sul mercato obbligazionario, o ricorrendo a intermediari non bancari⁹³.

Inoltre, le banche italiane – come noto, non ricapitalizzate con fondi pubblici durante la prima fase della crisi e tradizionalmente caratterizzate da elevati volumi di NPL – hanno fatto ampio ricorso ad aumenti di capitale (stimati in oltre 74 miliardi), onde far fronte a massicce svalutazioni sui crediti, sì da permetterne la successiva cessione. Tuttavia, il perdurare della crisi ed il repentino inasprimento di regole e vigilanza hanno esasperato criticità e situazioni patologiche caratterizzanti taluni operatori medio-piccoli, determinandone l'uscita dal mercato con ampie ripercussioni sul piano fiduciario, anche in ragione di uno smisurato eco mediatico.

Infine, uno degli aspetti su cui si rileva ampia convergenza è la necessità di rafforzare la proporzionalità, ritenuta deficitaria almeno sotto due punti di vista. Da un lato, per la non applicabilità delle norme prudenziali agli operatori non bancari (shadow banking system), invero sottoposti ai medesimi rischi. Dall'altro, per l'adozione di un approccio "one size fits all", in forza del quale le norme in parola sono imposte a tutti gli enti creditizi indipendentemente dagli aspetti dimensionali. L'esigenza di proporzionalità, intesa non come una «pretesa di regole 'locali' per banche locali, ma piuttosto un'applicazione semplificata di regole

⁹²BAGLIONI, Offerta di credito e patrimonio delle banche italiane in BIS, 1/2015, pag. 67-71.

⁹³VISCO, *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Milano, 13 febbraio 2019.

comuni, che tenga conto dei modelli di business più semplici»⁹⁴ è stata recepita e parzialmente trasfusa nel "pacchetto bancario" del 2019. Nondimeno, autorevole dottrina⁹⁵ ritiene insufficienti gli sforzi compiuti, scorgendo rilevanti «distorsioni competitive», in ragione delle «diseconomie da regolazione» derivanti dagli elevati costi di compliance⁹⁶.

Complementare è poi il tendenziale apprezzamento per istituti di rilevanti dimensioni, sostanziatosi in una spinta del mercato in tal senso, accentuata nel nostro ordinamento da scelte del legislatore, come la riforma delle banche popolari e di credito cooperativo. Conseguenza di tale impostazione è l'evidente perdita di "biodiversità" degli operatori, stridente con le già ricordate peculiarità del sistema produttivo. Sotto altro profilo, l'adesione incondizionata al modello "to big to fail" rischia di rivelarsi contraddittoria, in quanto potrebbe fungere da stimolo a pratiche di moral hazard e, in caso di dissesto, facilitare la propagazione sistemica, oltre che colpire milioni di depositanti-investitori in una sorta di "socializzazione delle perdite in scala ridotta".

6. Il primo importante banco di prova per il rinnovato sistema è rappresentato dagli effetti economici della pandemia di Covid-19. Infatti, sul piano economico, le misure di contrasto alla propagazione del virus hanno dapprima determinato uno *shock* negativo dell'offerta, dovuto alla chiusura di intere filiere, cui ha fatto seguito uno speculare calo della domanda, legato alle limitazioni della circolazione. Inoltre, in ragione del perdurare dell'emergenza sanitaria, si è registrato un notevole incremento dei livelli di incertezza. Lo scenario in parola

⁹⁴ENRIA, *Il 'pacchetto bancario' CRD 5/ CRR 2/ BRRD 2*, audizione del Presidente EBA presso il Senato della Repubblica Italiana, 5 Luglio 2017.

⁹⁵MASERA, Per una vera proporzionalità. Regolazione bancaria dell'Unione Europea, Ecra 2021, pagg. 47 e ss.

⁹⁶Sul punto rilevano anche iniziative di vigilanza che impongono stringenti obblighi segnaletici ad elevata granularità, determinando considerevoli costi umani e tecnologici per l'adeguamento delle infrastrutture di *information technology*, come nel caso della segnalazione AnaCredit (*analytical credit dataset*), promossa da BCE.

avrebbe potuto comportare effetti devastanti per l'economia in genere, ed il settore bancario in particolare, nel caso in cui le autorità non fossero intervenute per mantenere elevati livelli di liquidità e per scongiurare il rapido deterioramento dei crediti.

Le risposta immediata a livello europeo è stata di politica monetaria e si è concretizzata in iniziative promosse dalla BCE volte ad assicurare la liquidità mediante il rifinanziamento bancario a lungo termine e l'acquisto in blocco di titoli pubblici e privati⁹⁷. Successivamente, interventi di natura fiscale hanno riguardato la sospensione del patto di stabilità e la modifica delle norme sugli aiuti di stato; il MES è stato dotato di una linea di credito con scadenza decennale a tassi di interesse marginali finalizzata al finanziamento delle spese sanitarie; la Commissione ha stanziato risorse per il sostegno dell'occupazione e la *European Investment Bank* ha istituito un fondo per le piccole e medie imprese⁹⁸. La misura più rilevante è stata adottata dal Consiglio, mediante l'approvazione del pacchetto *Next Generation EU* del valore complessivo di 750 miliardi di euro, il cui principale strumento è costituto dal *Recovery Fund*, di importo pari a 672,5 miliardi (di cui 312,5 miliardi a fondo perduto), da distribuire su base solidaristica agli stati maggiormente colpiti e più fragili, a fronte della presentazione di un *Recovery and Resilience Plan*, sottoposto a controllo da parte della Commissione.

Sul fronte interno i principali interventi hanno dapprima istituito moratorie ex lege sui rimborsi dei finanziamenti, proroghe delle linee di credito a scadenza e l'erogazione di sostegni al reddito di lavoratori autonomi e subordinati; in un secondo tempo sono state previste garanzie pubbliche tese a favorire l'accesso al credito da parte delle aziende meritevoli. Con riferimento al settore bancario,

⁹⁷NASTI, PASQUALONE, Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca d'Italia, Banca d'Italia, Note Covid-19, Luglio 2020.

⁹⁸MARTINELLI, *La risposta dell'Unione europea alla pandemia Covid-19*, in Quad. di scienza politica, 2/2021, pag. 199-221.

ulteriori misure volontarie sono state elaborate dalle associazioni di categoria.

In tema di vigilanza⁹⁹, le azioni promosse da EBA e BCE si sono mosse lungo tre direttrici: flessibilità nell'applicazione delle regole prudenziali e segnaletiche, contrasto agli effetti prociclici dell'attività bancaria, adozione di misure tese al mantenimento della ricchezza all'interno del settore. Su queste basi sono stati posticipati gli *stress test* già programmati così come l'attuazione delle regole di Basilea III; le banche sono state invitate ad attingere alle riserve tanto per coprire perdite, quanto per sostenere l'erogazione di credito a famiglie e imprese; inoltre sono state emanate linee guida sulle moratorie e sulle segnalazioni; infine le banche sono state invitate a non distribuire dividendi, né riacquistare azioni proprie.

Al riguardo, talune perplessità discendono dalla forse eccessiva rigidità mostrata dal regolatore europeo in tema di durata massima delle moratorie¹⁰⁰, così come non può sottacersi la richiesta volta ad ottenere ulteriori margini di flessibilità, tanto nella svalutazione degli *stock di* NPL in essere, quanto nell'applicazione dei criteri per la classificazione a *default* di nuove masse¹⁰¹.

7. Notoriamente, valutazioni di senso compiuto possono svolgersi solo a conclusione dei fenomeni analizzati, ragion per cui, allo stato, potrebbe rivelarsi azzardato trarre delle conclusioni. Pare quindi opportuno limitarsi a delle brevi osservazioni, senza pretesa di definitività.

In prima battuta si può affermare che le riforme successive alla grande crisi finanziaria, nonostante talune zone d'ombra, abbiano contribuito in modo

⁹⁹EBA, Annual report 2020, pubblicato sul sito https://www.eba.europa.eu; BCE, Annual report 2020, pubblicato sul sito https://www.ecb.europa.eu.

¹⁰⁰A gennaio 2021 EBA ha implementato le Linee guida sulle moratorie Covid-19, fissando una durata massima di nove mesi, oltre i quali la proroga della misura deve considerarsi come misura individuale, con applicazione delle regole generali in materia di definizione di *default*, *forbearance* e ristrutturazione onerosa.

¹⁰¹Cfr. intervista ad Antonio Patuanelli, Presidente ABI, pubblicata in *Il Messaggero* il 5 gennaio 2022.

significativo a rafforzare la solidità del sistema bancario¹⁰², ampliandone la capacità di resistere agli *shock*. Quanto detto, unitamente alla circostanza che le cause immediate dell'attuale crisi sono esogene al sistema finanziario, ha consentito di affermare che «*oggi le banche non sono all'origine del problema*» ed anzi possono essere «*parte della soluzione*»¹⁰³.

Anche le misure di politica monetaria, fiscali e di vigilanza si stanno rivelando idonee a contrastare gli effetti economici della pandemia.

Sotto altro profilo, alla viglia della pandemia, autorevole dottrina ¹⁰⁴, nel rispondere alla domanda "are We safer now?", ammetteva il compimento di evidenti passi in avanti, osservando, tuttavia, che «non è stato risolto il problema di fondo, cioè l'eccesso di debiti e si è intervenuti solo parzialmente sui meccanismi che hanno agito come potente incentivo all'accumulazione di debiti sia da parte del settore privato che del settore pubblico». Sul punto, non può che rilevarsi un peggioramento su scala globale, come recentemente constatato dal Fondo Monetario Internazionale ¹⁰⁵.

Infine, ampliando il campo visuale e riallacciandoci idealmente con quanto asserito in premessa, la storia recente pare confermare che una crisi – sanitaria prima che economica – è risultata determinante nel segnare un'accelerazione del processo d'integrazione europea. Durante la grande crisi finanziaria prevalsero tendenze rigoriste, cosicché i progressi maggiori riguardarono aspetti molto tecnici della regolazione e della vigilanza bancaria. La grande opportunità offerta

¹⁰²Dati EBA indicano che il CET1 delle banche UE è passato da circa il 9% nel 2011 al 15,1% a dicembre 2019; fonte: EBA, *Annual report 2020*.

¹⁰³ENRIA, *Il contributo della Vigilanza bancaria europea per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia di coronavirus in Europa*, Editoriale di Andrea Enria, Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE, pubblicato su La Stampa il 30 marzo 2020.

¹⁰⁴ONADO, La regolazione finanziaria dopo la crisi in BIS, 2/2019, pag. 195-209.

¹⁰⁵Nel 2020 il debito emesso da governi, società non finanziarie e famiglie è aumentato di 27 trilioni di dollari, raggiungendo complessivamente un ammontare di 226 trilioni di dollari: un livello elevato e senza precedenti a cui sono associati rischi per la stabilità finanziaria e le finanze pubbliche; cfr. IMF, *Fiscal monitor*, ottobre 2021, disponibile su *https://www.imf.org*.

dell'attuale crisi è quella di aver rilanciato l'UE sul piano politico. L'augurio è che la rinnovata speranza non sia soffocata da condotte che possano tradire la fiducia accordata agli stati più fragili e, al contempo, che l'auspicabile ritorno alla normalità non si traduca nella reviviscenza di forze centrifughe, sì da procedere verso una modifica dei trattati che consenta di rafforzare la base giuridica dell'architettura di vertice del sistema finanziario, correggendo gli aspetti più critici e portando a termine l'Unione bancaria; istituire l'Unione dei mercati di capitali; giungere all'armonizzazione massima del diritto privato e societario; avviare l'Unione fiscale; o per meglio dire, completare il progetto degli "Stati Uniti d'Europa".

Francesco Massimilla

LE POLIZZE ASSICURATIVE IN AMBITO BANCARIO: RUOLO CONSOLIDATO E PROFILI EVOLUTIVI*

(Insurance Policies in the banking field: consolidated role and development profiles)

ABSTRACT: The role of insurance in the management of risks associated with banking activity has been consolidated with regard to the typical risks associated with this activity. However, the evolution of prudential regulations in the banking sector and the emergence of new risk factors are bringing out interesting development spaces for the insurance business and new opportunities for closer synergy between the banking and insurance sectors.

In this perspective the essay aims to provide an overview of widely used policies in the banking sector and the most recently developed forms of protection. Once briefly outlined the salient features of the banking activity and the risks typically associated with its performance, firstly attention is paid to the insurance policies widely used by credit institutions in the management of operational risk will be analyzed and for the mitigation and transfer of credit risk on individual positions.

Subsequently, the study focuses on the assessment of the new emerging risk factors in the financial field, which is a very sensitive issue for the regulatory authorities: climate risk and cyber risk.

Lastly, the research deals withthe delicate issue of credit risk management with reference to non-performing loans and focuses on the possible use of portfolio protection policies offered by insurance companies as part of Significant Risk Transfer (SRT) operations.

SOMMARIO: 1. La complessità dell'attività bancaria e le sue funzioni tipiche – 2. I rischi connessi

_

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

all'attività svolta dalle banche -3. Il rischio operativo e le polizze per il suo trasferimento -4. Il rischio di credito e i prodotti assicurativi per la sua protezione: le polizze *Credit Protection Insurance* (CPI) e *Payment Protection Insurance* (PPI) -5. I nuovi rischi per le banche e il ruolo degli assicuratori: il rischio climatico e il *cyber risk* -6. Il supporto delle assicurazioni al settore bancario nella gestione del rischio di credito e degli NPE. Conclusioni.

1. L'attività bancaria rappresenta un supporto fondamentale per lo sviluppo e per il corretto funzionamento dell'economia di un paese¹. L'esercizio congiunto e funzionalmente collegato² della raccolta di fondi con obbligo di rimborso³ e l'erogazione di tali risorse sotto forma di finanziamenti delineano il tratto essenziale e caratterizzate detta attività e giustificano il peculiare regime di riserva cui la stessa è sottoposta⁴.

Nella prospettiva dinamica e ciclica dell'attività bancaria è possibile scorgere le differenti funzioni che la stessa svolge nella sua accezione tradizionale.

In primo luogo viene in rilievo la funzione creditizia, che riflette il ruolo di intermediazione svolto dalle banche nell'acquisizione di fondi e nella concessione di prestiti. A questa si affianca la funzione monetaria, intesa come la capacità della banca di determinare l'ammontare di moneta circolante e di aumentarlo in funzione della pluralità di rapporti sui quali opera⁵.

¹ Ai sensi dell'art. 10, comma 1, TUB costituiscono attività bancaria «la raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito».

² V. BRESCIA MORRA C., *Il diritto delle Banche*, Bologna, 2020, p. 19; CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto Bancario e Finanziario*, Milano, 2019, p. 185; DESIDERIO G., *L'attività bancaria – Fattispecie ed evoluzione*, Milano, 2004, p. 4.

³ L'art. 11, comma 1, TUB definisce la raccolta del risparmio come «l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma».

⁴ Tale collegamento funzionale è alla base della funzione tipica socio-economica svolta dalle banche, ossia quella di realizzare un'efficiente allocazione delle risorse, e rappresenta il fondamento del rilievo costituzionale attribuito all'esercizio del credito e alla tutela accordata a tutte le forme risparmio. In particolare l'art. 47, comma 1, Cost. statuisce «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito».

⁵ Nello specifico le banche, nell'acquisire da una moltitudine di risparmiatori risorse finanziarie con obbligo di rimborso, non immobilizzano interamente le somme depositate ma solo una parte di queste ed utilizzano la quota restante dei depositi per operazioni di finanziamento.

Le altre due funzioni assolte dall'attività bancaria, essenzialmente ricollegate alle prime, sono la funzione di trasformazione delle scadenze e la funzione di liquidità.

La prima si coglie guardando allo sfasamento temporale tra le attività e passività di una banca, dovuto all'acquisizione di fondi rimborsabili a vista o a breve termine e alla concessione di finanziamenti restituibili normalmente nel mediolungo termine. La funzione di liquidità, invece, attiene alla possibilità per i risparmiatori di chiedere ed ottenere in qualsiasi momento la restituzione del denaro depositato e, con riguardo a coloro che necessitano di reperire risorse, nella capacità della banca di generare fondi per espandere la propria attività.

Le funzioni finora esposte non esauriscono il panorama delle attività concretamente poste in essere dalle banche, considerato che, accanto all'intermediazione creditizia, si collocano l'operatività in strumenti finanziari e i numerosi servizi, finanziari e non⁶, offerti alla clientela.

2. Specularmente alle funzioni svolte dall'attività bancaria è possibile analizzare i rischi connaturati allo svolgimento della stessa.

La più importante componente di rischio insita nell'attività bancaria è rappresentata dal rischio di credito, ossia l'eventualità che l'istituto di credito non venga rimborsato dei prestiti concessi nelle modalità e nei termini previsti contrattualmente⁷.

La gestione del rischio di credito si sviluppa lungo due binari paralleli: la gestione interna attuata dalla banca e le operazioni di trasferimento del rischio di credito (*Credit Risk Transfer* o CRT).

⁶ Ai sensi dell'art. 10, comma 3, TUB le banche possono svolgere «ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge».

⁷ Per un approfondimento V. DE GAUDIO P., *Il rischio di credito nell'attività bancaria: dagli accordi di Basilea alla nuova definizione di default*, in *Cammino Diritto*, 2021, p. 5.

Per quanto concerne il primo binario, i metodi e le strategie di gestione del rischio di credito adottati dalle banche investono sia il momento genetico del rapporto creditizio sia quello attuativo e si articolano, rispettivamente, nella corretta valutazione del merito creditizio e nella diversificazione del portafoglio dei prestiti, nonché nell'adozione di idonei strumenti e procedure che consentano un costante monitoraggio delle esposizioni. Circa il secondo binario è opportuno distinguere tra gli strumenti più "tradizionali", tra cui figurano il ricorso a cessioni di credito, il rilascio di garanzie o la sottoscrizione di polizze assicurative del ramo del credito a favore di banche, da quelli più "innovativi", che realizzano il trasferimento del rischio di credito verso il mercato dei capitali ed il cui sviluppo è andato incrementandosi anche con riguardo ai crediti non-performing⁸.

Accanto al rischio di credito figurano altre tipologie di rischio cui le banche risultano tradizionalmente esposte, ossia: il rischio di mercato, il rischio di liquidità ed il rischio operativo.

Il rischio di mercato è rappresentato dalle perdite legate alla mutazione avversa di uno o più fattori di rischio riconducibili ai tassi di interesse e di cambio, alle quotazioni azionarie e delle merci, nonché alla volatilità dei tassi e dei prezzi.

Il rischio di liquidità, invece, si manifesta allorquando la Banca non è in grado di far fronte ai propri impegni di pagamento per l'incapacità sia di reperire fondi sul mercato (funding liquidity risk) sia di smobilizzare i propri attivi (market liquidity risk)⁹.

In ultimo occorre considerare il rischio operativo, legato alla frammentazione dei processi e alla varietà dei soggetti che vi prendono parte. Questo

⁸ Il suddetto trasferimento viene perlopiù effettuato con operazioni di cartolarizzazione, derivati su crediti e mediante conferimenti di crediti in fondi comuni d'investimento. Sul tema V. CAPRIGLIONE F. e SEPE M., *Fondi di crediti deteriorati, preoccupazioni, criticità e indicazioni per superarle*, in *Sole24ore*, giugno 2021.

⁹ Sul punto consulta EUROPEAN CENTRAL BANK, Working Paper n. 1024, Funding liquidity risk definition and measurement, 2009, p. 10-11.

ha natura trasversale e consiste nell'eventualità di subire perdite da disfunzioni che possono involgere una pluralità di aspetti, tra cui: i processi interni, le risorse umane, fattori tecnologici ed eventi esogeni¹⁰.

3. Come appena accennato la concretizzazione del rischio operativo è in grado di determinare rilevanti perdite patrimoniali.

Nell'ambito dei meccanismi gestionali dei rischi puri (quale è quello operativo), accanto agli approcci c.d. di controllo (in cui rientrano quelli imposti dalle regole di vigilanza prudenziale), è possibile individuare quelli di finanziamento¹¹, cui è tipicamente ricollegabile il fenomeno assicurativo.

La tendenza a ricorrere a polizze assicurative per la gestione e mitigazione del rischio operativo si deve alla varietà e trasversalità dello stesso, alla capacità di concretizzarsi in singoli eventi ad elevato impatto e nell'ineliminabilità di tale del rischio, intrinsecamente legato allo svolgimento dell'attività bancaria.

Tale tendenza si registra con maggior vigore di fronte all'espansione del suddetto rischio, dovuta in gran parte allo sviluppo tecnologico, all'aumento delle responsabilità degli amministratori delle banche e dei loro dipendenti¹², nonché al crescente fenomeno dell'outsourcing delle attività aziendali.

Tra i meccanismi di trasferimento dei rischi operativi maggiormente utilizzati dal settore creditizio quello assicurativo assume un ruolo di particolare rilievo.

¹⁰ Nel rischio operativo risulta ricompreso il rischio legale, mentre restano esclusi i rischi strategici e di reputazione. Questi ultimi sono comunque inclusi fra i cosiddetti rischi di II° pilastro dell'Accordo di Basilea nell'ambito della vigilanza prudenziale. Cfr. BANCA D'ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, in Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006.

¹¹ Questi ultimi intervengono sui riflessi economico-finanziari determinati dall'evento danno so e si pongono in termini complementari rispetto ai primi, che hanno natura preventiva e sono volti a ridurre la probabilità di eventi pregiudizievoli e a contenere i danni conseguenti al sinistro. Così BIRINDELLI G. e FERRETTI P., *Evoluzione del rischio operativo nelle imprese bancarie. Regolamentazione, implicazioni gestionali e testimonianze*, Milano, Giuffrè, 2006, pag. 119 e ss.

¹² Si pensi all'espansione "smisurata" degli obblighi informativi e ai numerosi adempimenti imposti dalla nuova disciplina sul trattamento dei dati personali.

Invero le banche fanno frequente ricorso a polizze che le tutelano dai danni materiali cagionati da fattori esterni o interni (polizza BBB, polizza incendio, polizza informatica) ovvero a quelle che le proteggono dagli esborsi dovuti a terzi in ragione dell'attività svolta (polizza RCT/O, polizza RC professionale, polizza D&O).

Con riguardo alle prime rilevano le polizze BBB, impiegate per coprire in larga misura eventi di origine prettamente dolosa che colpiscono il patrimonio dell'istituzione bancaria, indipendentemente dalla loro origine interna o esterna¹³.

Tali coperture, il cui utilizzo si è progressivamente diffuso anche grazie all'affinamento dell'offerta assicurativa, si collocano essenzialmente nel ramo 16 danni (Perdite patrimoniali di vario genere), estendendosi, in ragione dei rischi assicurati e delle estensioni concordate, anche ai rami 9 (Altri danni ai beni) e 13 (Responsabilità civile generale). Queste si articolano solitamente in otto sezioni ¹⁴, cui possono aggiungersi ulteriori sezioni e/o classi di rischio in funzione dei bisogni dell'assicurato, e si caratterizzato per essere "multi-line" e/o "multi-year product", ossia garanzie pluriennali che coprono - in modo congiunto e frequentemente all'interno di un unico massimale - diverse classi di rischio.

Dal punto di vista assicurativo la sostenibilità di queste coperture si deve alla diversificazione dei rischi assicurati e alla scarsa probabilità che tutti o più eventi di rischio assicurato si verifichino congiuntamente, nonché alla previsione di specifici limiti massimi dell'indennizzo per ciascuna sezione, scoperti e franchigie differenziate che, nel limitare l'obbligazione dell'assicuratore, scoraggiano al contempo il *moral hazard* dell'assicurato. Dal lato bancario, viceversa, il ricorso a

¹³ Le garanzie in commento consentono, quindi, alla banca di trasferire all'assicuratore, dietro il pagamento di un premio, le conseguenze finanziarie ed economiche della manifestazione del rischio operativo ed implicano l'impegno della compagnia a rivalere l'assicurato del danno sofferto, nei limiti e alle condizioni contrattualmente pattuite.

¹⁴ Le sezioni tradizionalmente incluse in tali coperture riguardano: (I) Infedeltà dei dipendenti, (II) Perdita di valori negli stabilimenti, (III) Danni durante il trasporto, (IV) Falsificazione di titoli e documenti, (V) Falsificazione di denaro, (VI) Danni agli stabilimenti e al loro contenuto, (VII) Incendio di arredamenti e attrezzature, (VIII) Frode attraverso sistemi di elaborazione.

tali polizze risulta particolarmente appetibile, specie per quelle classi di rischio in grado di procurare, anche a fronte di un basso tasso di sinistrosità, perdite patrimoniali rilevanti.

Nell'ambito delle polizze volte alla mitigazione del rischio operativo figurano, altresì, le polizze *Errors & Omissions*, meglio note come polizze per la responsabilità civile professionale. Queste rientrano nel ramo 13 danni e appartengono al *genus* delle polizze per la responsabilità civile generale, la cui disciplina si rinviene primariamente negli artt. 1917 e ss¹⁵.

Aspetti peculiari che caratterizzano tale genere di garanzie sono la natura del rapporto contrattuale¹⁶, la particolare nozione di sinistro¹⁷ e l'operatività temporale della copertura¹⁸.

Le polizze *Errors & Omissions* si collocano all'interno della fattispecie appena descritta, ma si differenziano per la maggiore copertura offerta, legata

riflessioni alla luce dell'ordinanza di rimessione n. 1465/2018, in Rivista di diritto Bancario,

Trento, 2018, p. 5 ss.

¹⁵ Con tale garanzia l'assicurato si cautela contro il rischio di alterazione negativa del proprio patrimonio, ancorché la funzione del contratto in esame non si esaurisca nel semplice rimborso delle somme risarcite al terzo, potendo l'assicurato richiedere all'assicuratore di pagare l'indennità direttamente al terzo, evitando così il preventivo esborso. Per un approfondimento V. IRRERA M., *Lineamenti di diritto assicurativo*, Torino, Zanichelli Editore, 2019, p. 145.

¹⁶ Per quanto in caso di sinistro risultino coinvolti tre soggetti (l'assicurazione, l'assicurato ed il

terzo danneggiato), il rapporto contrattuale intercorre solo tra l'impresa assicuratrice ed il soggetto assicurato, non avendo il terzo danneggiato alcun diritto di chiedere il risarcimento all'assicuratore, fatte salve le ipotesi in cui la legge riconosce espressamente ad esso azione diretta. Sul punto V. FARENGA L., *Manuale del diritto delle Assicurazioni*, Torino, Giappichelli Editore, 2019, p. 218.

17 Nelle polizze per la responsabilità civile l'obbligazione dell'assicuratore nasce, non già nel momento in cui l'assicurato pone in essere la condotta generatrice del danno, ma nel momento in cui il terzo fa richiesta di risarcimento all'assicurato. Tale nozione di sinistro è tuttavia dibattuta e si contrappone a quella accolta dalla giurisprudenza che, anche nell'assicurazione della responsabilità civile, intende il sinistro come il fatto dannoso che fa sorgere l'obbligazione risarcitoria nei confronti del terzo. In questo senso *Cass. Civ*, *S.U.*, 24 Settembre 2018, n. 22437. Sul punto si veda anche CORRIAS P., *Claims made, rischio e sinistro nell'assicurazione della responsabilità civile: prime*

¹⁸ La scissione temporale tra il fatto che cagiona il danno (ed è fonte di responsabilità) e la richiesta di risarcimento fatta dal terzo, nonché la natura lungolatente dei danni normalmente coperti, determina che l'assicuratore può essere chiamato ad adempiere la propria obbligazione anche se il sinistro è successivo alla scadenza del contratto, ovvero essere liberato ancorché la richiesta di risarcimento pervenga durante il periodo di vigenza del contratto. Per tale ragione, al fine di circoscrivere la responsabilità dell'assicuratore e di venire incontro all'esigenze dell'assicurato, si fa frequentemente ricorso alle clausole c.d. *claims made*, *loss occurence* o *deeming clause*.

essenzialmente alla natura professionale dell'attività garantita.

Nello specifico dette polizze hanno la funzione di proteggere il patrimonio dell'assicurato, indennizzandolo delle eventuali richieste di risarcimento avanzate nei suoi riguardi per danni colposamente cagionati a terzi e derivanti da negligenze, errori o omissioni, imprudenze o imperizie lievi o gravi, commesse durante lo svolgimento dell'attività professionale e di cui l'assicurato sia civilmente responsabile.

Le polizze D&O rappresentano un'ulteriore tipologia di coperture nell'ambito delle garanzie per la responsabilità civile. L'interesse degli istituti bancari alla loro stipula si deve alla crescente complessità della normativa di settore e all'internazionalizzazione dell'attività, che amplificano le possibilità - anche per gli organi direttivi - di incorrere in errori o violazioni.

Dalla disciplina codicistica emerge che il danno derivante dalla condotta degli amministratori può essere cagionato ad una pluralità di soggetti: alla società (art. 2392 c.c.), ai creditori sociali (art. 2394 c.c.) o ai soci/terzi (art. 2395 c.c.).

Invero l'inadempimento degli obblighi gravanti sugli amministratori può essere fonte di responsabilità risarcitoria e causare cospicui esborsi economici sia per il singolo l'amministratore, chiamato a rispondere (anche in via solidale) con il proprio patrimonio, sia per la società che patisce il rischio d'insolvibilità di questi, anche rispetto ai danni dalla stessa subiti.

Dal punto di vista soggettivo le polizze D&O offrono garanzia per le condotte poste in essere da amministratori, da membri del consiglio di amministrazione, da membri di organi di gestione e controllo, i quali figurano come assicurati e beneficiari della polizza, nonché contraenti ove la polizza sia stipulata dagli stessi in forma individuale. Dal punto di vista oggettivo la copertura riguarda le somme che gli assicurati sono tenuti a corrispondere per atti illeciti colposi commessi nell'esercizio delle loro funzioni e che diano luogo a responsabilità civile (anche

verso la società), nonché le somme che la società è tenuta a pagare ove la polizza sia contratta da quest'ultima¹⁹.

Un'altra tipologia di polizze in espansione nelle realtà aziendali più avanzate e meritevole di menzione è quella rappresentata dalle polizze *key man*, anche dette polizze "uomo chiave" ²⁰.

Si tratta di prodotti assicurativi vita di ramo I (Temporanea Caso Morte), finalizzati a sostenere economicamente l'azienda in caso di prematura scomparsa di una figura strategica essenziale al buon funzionamento dell'azienda o di un collaboratore la cui improvvisa scomparsa possa minare la continuità aziendale²¹.

Con tali polizze l'impresa trasferisce all'assicuratore il rischio di perdita dell'uomo chiave e, dietro il pagamento di un premio annuale, si assicura di ricevere il capitale assicurato in caso di morte dello stesso o, in base alle condizioni contrattuali, anche in caso di sopravvenuta invalidità permanente.

L'impresa è, dunque, contraente e beneficiaria della polizza, mentre il *key man* costituisce il soggetto assicurato, ossia la persona fisica sulla cui vita è stipulata l'assicurazione²².

¹⁹ La polizza D&O può essere, infatti, contratta in forma individuale da amministratori, sindaci e dirigenti, quali soggetti assicurati. In questo caso l'oggetto della garanzia è la tutela del patrimonio personale degli assicurati rispetto alle richieste di risarcimento avanzate da creditori sociali, soci, dipendenti o dalla società stessa in veste di danneggiata. Diversamente, nel caso in cui la polizza sia stipulata in forma societaria, l'oggetto della garanzia risulta esteso anche agli esborsi che la società sia chiamata a sostenere per tenere indenni i soggetti assicurati in relazione ai fatti illeciti commessi nell'esercizio delle proprie funzioni, ovvero alle somme che la società sia chiamata a risarcire a qualsiasi titolo a terzi per effetto di tali condotte.

²⁰ L'uomo chiave è una figura fondamentale all'interno dell'azienda e difficilmente sostituibile. Per un approfondimento V. ONNIS CUGIA F., *L'assicurazione key man*, in *Diritto alla salute e contratto di assicurazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019.

²¹ Si pensi per esempio al vuoto operativo a breve termine, alla perdita di uno specifico *know-how* aziendale a medio/lungo termine o al blocco temporaneo di decisioni importanti.

²² Per le caratteristiche e le finalità che perseguono tali polizze hanno solitamente durata poliennale e, ai fini della validità, è richiesto il consenso scritto della figura chiave assicurata. Quanto all'entità della copertura non esiste un limite alla determinazione del capitale massimo assicurabile, per quanto questo debba sempre rispondere ad un principio di congruità ed essere, quindi, commisurato al peso ed al ruolo svolto dall'assicurato nella compagine aziendale.

4. Passando ora all'esame delle polizze poste a protezione del principale rischio connesso all'operatività tradizionale delle banche, vengono in rilievo le polizze *Credit Protection Insurance* e *Payment Protection Insurance*.

Invero il rischio di credito, consistente nell'eventualità che la banca subisca perdite per l'inadempimento della parte debitrice agli obblighi assunti contrattualmente ovvero in caso di deterioramento del merito creditizio di quest'ultima, viene gestito dagli enti creditizi sia mediante adeguati metodi di credit risk management, sia attraverso strumenti di trasferimento del rischio.

In tale ultimo ambito rientrano le polizze *CPI* e *PPI*, ossia quelle coperture vendute nel rispetto dei requisiti minimi fissati dal Reg. ISVAP n. 40 del 2012 e solitamente in abbinamento ai mutui e ai finanziamenti, allo scopo di garantire il pagamento del debito residuo ove il consumatore non sia in grado di restituirlo.

Più precisamente le polizze CPI sono polizze assicurative a tutela del creditore (banca) e coprono il rimborso del debito residuo o il pagamento delle rate del prestito in situazioni quali decesso o invalidità permanente, ricovero prolungato in ospedale, perdita del posto di lavoro del debitore ecc; mentre le polizze PPI mirano a proteggere il debitore (cliente) dai medesimi eventi che potrebbero limitare o pregiudicare la sua capacità di rimborsare il prestito.

Grazie a queste polizze la compagnia di assicurazione provvede a estinguere, interamente o in parte, il debito che l'assicurato stesso ha contratto con la banca o la società finanziaria, evitandogli spiacevoli conseguenze sul piano patrimoniale.

Dalla sottoscrizione di tali garanzie risulta il coinvolgimento di tre soggetti: contraente, assicurato e beneficiario.

Il soggetto assicurato è sempre il soggetto finanziato, ossia colui che risulta esposto al rischio di inadempimento, mentre il contraente può essere sia l'assicurato (polizza in forma individuale) sia la banca o l'ente finanziario (polizza in

forma collettiva)²³. Con riguardo al beneficiario, ossia il destinatario delle somme in caso di sinistro, questo può essere costituito dallo stesso assicurato o da altro soggetto da lui designato²⁴ ovvero essere individuato nello stesso ente erogatore del finanziamento. In tale ultimo caso, al fine di sterilizzare il rischio di un conflitto d'interessi, il contratto di assicurazione non deve essere intermediato dalla banca o dall'intermediario finanziario stesso o da soggetti ad essi legati da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo²⁵.

5. La nuova sfida per il futuro è rappresentata dalla ricerca di strumenti di mitigazione, gestione e controllo dei rischi emergenti per la stabilità finanziaria, ossia i rischi connessi ai cosiddetti fattori ESG (*environmental, social and governance*) e i rischi *cyber*.

Se in passato la problematica connessa al rischio climatico e ambientale è stata affrontata ricorrendo essenzialmente a politiche pubbliche orientate a ridurre le emissioni climalteranti, la riflessione attuale è incentrata ad affrontare le conseguenze del *climate change* con strumenti di prevenzione e resilienza, idonei a

²³ Per un approfondimento V. CAMEDDA A., *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Trento, II trimestre 2018.

²⁴ In tal caso l'assicurato o il beneficiario designato potrà estinguere il debito utilizzando il capitale corrisposto dalla compagnia assicurativa o, in alternativa, rimborsare il finanziamento secondo il piano di ammortamento concordato.

²⁵ Art. 1, lett. i), Reg. Isvap n. 40 del 3 maggio 2012. In passato, infatti, lo schema maggiormente diffuso nella prassi prevedeva che la banca fosse, non solo distributrice del prodotto, ma anche beneficiaria della prestazione in caso di sinistro. Le polizze in esame hanno evidenziato diverse criticità sotto il profilo distributivo e di tutela dell'assicurato, esaminate congiuntamente dall'Ivass e dalla Banca d'Italia con la Lettera al mercato del 26/08/2015. Inoltre appare evidente che ove la banca risulti beneficiaria o vincolataria delle prestazioni assicurative la polizza realizza un effettivo e diretto trasferimento del rischio di credito. Viceversa, nel caso in cui la stipula avvenga da parte dell'assicurato, prevale l'interesse di quest'ultimo a proteggersi da eventi che potrebbero pregiudicare la sua capacità di restituzione e per l'ente finanziatore sussiste solo una ragionevole ma generica aspettativa a che, in caso di sinistro, i beneficiari utilizzino l'indennizzo in favore della banca e, se coincidenti con i mutuatari, a tutela del loro investimento. Cfr. PAGNI C., *Polizze abbinate e finanziamenti (PPI): le criticità rilevate da IVASS e Banca d'Italia e le indicazioni congiunte al mercato*, in www.dirittobancario.it, 2015.

realizzare la transizione verso un'economia e una finanza sostenibile²⁶.

Invero i fenomeni ambientali e i cambiamenti climatici sono in grado di incidere pesantemente sull'economia reale e sulla capacità delle imprese di far fronte ai propri impegni di restituzione; a causa della distruzione o deterioramento delle infrastrutture, della minore reddittività aziendale o per la maggiore difficoltà a reperire le materie prime occorrenti per lo svolgimento del proprio *business*.

I rischi fisici²⁷ e quelli di transizione²⁸ sono, quindi, in grado di influire direttamente e indirettamente sul sistema bancario; provocando la svalutazione degli attivi di una banca (compresi quelli dati in garanzia), l'aumento del rischio di credito e il mutamento degli scenari macro-finanziari.

I nuovi fattori di rischio e i loro effetti sull'operatività delle imprese hanno, dunque, aumentato l'attenzione delle banche e degli altri enti finanziari, incluse le imprese di assicurazione, circa la propria esposizione verso il rischio climatico; inducendo le autorità di regolazione e supervisione ad interessarsi ai fattori ESG e ad avviare una seria riflessione sugli strumenti di gestione dei nuovi rischi²⁹.

Al riguardo è stata avvertita la necessità di dover adeguatamente stimare,

²⁶ Il termine finanza sostenibile indica investimenti finanziari responsabili sotto il profilo ambientale e sociale. Il termine è stato introdotto nel 2018 dalla Commissione Europea con l'adozione del c.d. *Piano d'azione per la finanza sostenibile*, consultabile in www.consob.it

²⁷ I rischi fisici sono correlati alle perdite di ricchezza e alle risorse finanziarie occorrenti per fronteggiare le conseguenze di eventi climatici estremi (rischi fisici acuti) o di lungo periodo (rischi fisici cronici), quali per esempio il riscaldamento globale e l'innalzamento del livello dei mari.

²⁸ I rischi di transizione riguardano le incertezze e i costi impliciti legati all'adozione di nuove politiche e regolamentazioni orientate verso un'economia *low carbon*. Questi includono rischi di carattere normativo, di transizione ed innovazione tecnologica, di mercato (per la preferenza verso prodotti *green* o per la volatilità dei prezzi dei fattori di produzione) e rischi di reputazione.

²⁹ Sul fronte normativo, con il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (c.d. *Regolamento SFDR*), è stata introdotta una vasta serie di obblighi di *disclosure* sull'integrazione dei rischi di sostenibilità e sulla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei processi di investimento. Inoltre, con il 1 Regolamento (UE) 2020/852, è stata istituita una Tassonomia europea, ossia un sistema uniforme di classificazione delle attività che, attraverso l'individuazione di criteri armonizzati, consenta di individuare il grado di ecosostenibilità di un'attività economica o investimento e di ridurre il rischio di *green washing*.

gestire e mitigare le nuove fonti di rischio³⁰ e di prevedere, all'interno delle disposizioni di vigilanza, idonei strumenti che consentano alle banche e agli intermediari finanziari di poterne "assorbire" le conseguenze³¹.

Tuttavia, accanto alla rete di presidi interni che va via via delineandosi per gli enti creditizi, un ruolo determinante per la corretta gestione del rischio climatico potrà essere svolto dalle compagnie di assicurazione.

Invero il settore assicurativo è, al pari di quello bancario, coinvolto nel processo di revisione della regolazione finalizzato ad integrare il rischio climatico nelle disposizioni di vigilanza, atteso che anche le imprese di assicurazione risultano particolarmente esposte ai rischi fisici collegati alla variabilità climatica e agli eventi metereologici estremi.

Tuttavia, rispetto al ruolo assumibile dalle imprese di assicurazione nella gestione del rischio climatico, occorre considerare che lo stato embrionale dello sviluppo normativo sul *climate risk e* l'assenza di serie storiche riferibili alle banche e agli enti creditizi quali soggetti esposti ai rischi climatici e ambientali in forma aggregata, non consentono al momento di ipotizzare coperture dirette che vedano tali soggetti in veste di assicurati³².

In tale ambito potrebbero al più ipotizzarsi forme di garanzie "combinate", che vedano le assicurazioni private coinvolte unitamente al sistema pubblico, facendo ricorso a sistemi di partenariato pubblico-privato.

³⁰ In questa prospettiva la BCE nel 2020 ha pubblicato la Guida sui rischi climatici e ambientali, esponendo le proprie aspettative su come le banche dovrebbero tenere in considerazione i rischi climatici e ambientali nella formulazione e attuazione delle strategie aziendali, dei sistemi di governance e di gestione dei rischi. Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali*. *Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 27 novembre 2020, visionabile in www.bankingsupervision.europa.eu

³¹ Sul tema anche l'intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini al Convegno Sviluppo sostenibile, finanza e rischio climatico, *Rischi climatici e regolamentazione prudenziale*, Roma, 3 luglio 2019.

³² Non sembra neppure prospettabile il ricorso a meccanismi di riassicurazione, considerato che tale attività soggiace ai medesimi principi e limiti valevoli per attività assicurativa "semplice".

Il ricorso a simili coperture, anche in forma obbligatoria o semi-obbligatoria, avrebbe l'indubbio vantaggio di favorire comportamenti virtuosi e più sensibili al tema ambientale e di evitare la sostanziale "socializzazione dei ristori" ad oggi attuata³³. Inoltre verrebbero neutralizzate le inefficienze e i ritardi tipici dell'intervento pubblico ed arginati i noti fenomeni di abusivismo³⁴.

Un maggiore ricorso di polizze assicurative da parte delle singole imprese finanziate è, quindi, certamente auspicabile nell'ottica di ridurre l'esposizione indiretta e riflessa delle banche e degli enti creditizi ai rischi climatici ed ambientali e merita di essere incentivato almeno per tre ragioni fondamentali³⁵: l'immediata compensazione finanziaria derivante dall'indennizzo assicurativo, che ripristina la capacità finanziaria del danneggiato e rende il sinistro neutrale anche sotto il profilo del *credit risk*; la consapevolezza dei rischi cui l'impresa risulta esposta e l'incentivo ad assumere comportamenti virtuosi³⁶; la personalizzazione delle coperture e la granularità della protezione offerta, che consentono di calibrare e ridurre il premio di fronte all'adozione di tecniche di mitigazione del rischio e di efficaci *policy* interne.

Tuttavia, il pieno sviluppo di queste coperture necessita dell'affinamento della tecnica assicurativa e dell'ampliamento della gamma di prodotti offerti, con

³³ Infatti, complice il basso tasso protezione assicurativa ancora diffuso nel nostro paese, lo stanziamento pubblico di fondi e l'erogazione *ex post* di finanziamenti continua a rappresentare la principale fonte di ristoro in caso di calamità naturali o eventi climatici avversi. Ciò determina la tendenza a porre a carico di tutti i contribuenti l'indennizzo erogato a favore dei soggetti danneggiati, indipendentemente dall'esposizione al rischio e dalle condotte di prevenzione adottate.

³⁴ Sul punto si vedano le recenti riflessioni del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS Luigi Federico Signorini contenute nell'intervento alla XVII Convention AIFIRM, *Transizione climatica, finanza e regole prudenziali*, 3 marzo 2022.

³⁵ Per un approfondimento V. IVASS, Quademo n. 13, *Calamità naturali e coperture assicurative:* valutazione dei rischi e policy options per il caso italiano, Roma, luglio 2019 e l'intervento del Segretario Generale dell'IVASS Stefano De Polis al Convegno di Educazione finanziaria e finanza sostenibile: investire nel futuro, *Il ruolo del settore assicurativo a sostegno della transizione dalla brown alla green economy*, 30 ottobre 2019.

³⁶ Anche attraverso l'inserimento di clausole responsabilizzanti per l'assicurato, quali, ad esempio, franchigie, scoperti, massimali, meccanismi di rivalsa, ipotesi di esclusione della copertura etc.

particolare riguardo alle garanzie per calamità naturali ed eventi catastrofici.

Inoltre, in prospettiva sistemica, potrebbe riflettersi sull'opportunità di introdurre forme di assicurazione obbligatoria per quelle imprese che operano in settori maggiormente esposti al rischio climatico nel breve-lungo periodo, ovvero di prevedere, nello sviluppo evolutivo della normativa prudenziale, un trattamento preferenziale per le esposizioni garantite da coperture assicurative.

Non si dimentichi, inoltre, il ruolo attivo che le compagnie di assicurazione potrebbero assumere, nella transizione verso un'economia sostenibile nella veste di investitori istituzionali³⁷.

Tra i rischi emergenti che le banche e gli enti creditizi in generale sono chiamati a fronteggiare figura certamente il rischio *cyber*³⁸.

Il progresso tecnologico e la digitalizzazione dei processi, associati alla crescente delocalizzazione delle attività lavorative da contesti fisici protetti e ad una informatizzazione dei rapporti con la clientela, rendono le banche particolarmente vulnerabili ad incidenti nell'utilizzo di apparecchiature informatiche e ad attacchi digitali.

Al giorno d'oggi, dunque, il *cyber risk* rappresenta un serio rischio d'impresa che, se non adeguatamente presidiato, è in grado di paralizzare l'operatività

³⁷ Queste infatti detengono ingenti risorse disponibili, derivanti sia dai prodotti del ramo danni che dai prodotti del ramo vita, il cui impiego selettivo verso investimenti sostenibili è in grado di contribuire in maniera rilevante nella transizione vero un'economia *green*.

³⁸ Ossia il rischio di incorrere in perdite economico/finanziarie a seguito di eventi accidentali o azioni dolose inerenti il sistema informatico (banche dati, hardware, software), in grado di determinare violazioni, alterazioni, cancellazioni o sottrazioni di dati o informazioni o incidenti sui sistemi informatici stessi. Nell'ambito della macrocategoria del *cyber risk* è, anzitutto, necessario distinguere il rischio informatico puro, concernente i rischi connessi a eventi accidentali sui sistemi (come il fenomeno elettrico, l'errore umano o un problema tecnico al software), e il rischio *cyber*, riguardante i danni connessi ad attività criminali commesse con dolo da un soggetto terzo mediante l'uso della rete. I danni che possono derivare da tali eventi sono di varia natura e vanno dai danni diretti e materiali ai sistemi informatici, ai danni da interruzione di attività e da richieste di risarcimento da parte di terzi, sino ad includere i pregiudizi derivanti sul piano reputazionale e i costi connessi alla fruizione di servizi professionali. Per un approfondimento visitare il sito www.protezionecyber.it

aziendale e di causare ingenti danni diretti e indiretti. In particolare il corretto processo di gestione del rischio *cyber* si snoda lungo tre direttrici: l'identificazione del rischio e la valutazione del grado di esposizione dell'ente ad esso; la classificazione dei rischi *cyber* con annessa stima e valutazione dei pericoli e delle conseguenze da questi derivanti; l'adozione di tecniche di mitigazione dei rischi, da attuarsi attraverso meccanismi di gestione interna e/o mediante strumenti di trasferimento del rischio residuo.

In tale ultimo ambito si colloca la *cyber insurance*, ossia quella gamma di prodotti assicurativi specializzati, volti ad offrire protezione alle imprese dai rischi connessi all'utilizzo della rete o derivanti da attività informatiche.

Per quanto la tecnica assicurativa per tali coperture sia ancora in fase di affinamento, tali prodotti risultano già sufficientemente offerti sul mercato in ragione della natura sostanzialmente operativa del rischio informatico³⁹ e della riconducibilità delle garanzie contro i danni derivanti dalle richieste di risarcimento da parte di terzi nell'alveo delle polizze RC. Ciò non toglie che la stipula di queste polizze, frequentemente proposte come estensioni di copertura contro il rischio operativo e per la responsabilità civile e suddivise per macro-moduli attivabili separatamente, presuppone una valutazione personalizzata, fondata primariamente sulla della concreta esposizione al rischio dell'assicurato.

Inoltre tale rischio, come tutti quelli in grado di generare danni non interamente prevedibili e/o predeterminabili ex ante, non risulterà mai interamente assicurabile in tutte le sue possibili conseguenze pregiudizievoli; pertanto, anche nella tecnica di cyber insurance, si fa frequente uso di clausole delimitative dell'oggetto e di meccanismi di ripartizione dei danni con i soggetti assicurati.

153

³⁹ L'assenza di serie storiche riferibili al rischio *cyber* è, infatti, compensata dall'ampia esperienza maturata dai *players* assicurativi nella gestione di rischi contigui e affini a quest'ultimo.

7. L'introduzione a livello comunitario della nuova nozione di *default* e l'inasprimento delle regole di vigilanza prudenziale ha causato l'improvviso accumulo di stock di crediti deteriorati nei bilanci delle banche, inducendo queste ultime ad attuare una massiccia dismissione dei propri attivi.

A tale esigenza fanno fronte sia fattori di attenuazione del rischio collegati all'assunzione di specifiche garanzie (garanzie reali finanziarie, garanzie personali, garanzie immobiliari, polizze assicurative), sia operazioni di *Credit Risk Transfer*.

Queste operazioni, attuate mediante differenti tecniche negoziali, hanno l'effetto di estromettere dal bilancio della banca parte gli attivi oggetto di cessione e/o di trasferire il rischio di credito ad essi ricollegato. In posizione mediana si collocano le imprese di assicurazione che, pur nel rispetto delle norme di vigilanza prudenziale cui sono sottoposte, potrebbero offrire un'importante alternativa al mercato dei capitali nel compimento di tali operazioni.

Infatti accanto alle più tradizionali forme di dismissione negoziale, in cui rientrano la cessione dei crediti in blocco di cui all'art. 58 TUB e le operazioni di securitisation⁴⁰, figura lo schema della c.d. cartolarizzazione sintetica.

Tale schema, diversamente dalla cartolarizzazione tradizionale, si configura come una misura di "unfunded credit protection"⁴¹ e trova la sua copertura normativa, unitamente all'indicazione dei requisiti di eleggibilità per poter accedere ai benefici prudenziali, negli artt. 204, 213, 216 e 217 del Regolamento UE

⁴⁰ Per tale si intende la tecnica finanziaria utilizzata per la cessione di alcune attività (*assets*) da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente creata, *Special Purpose Vehicle* (SPV), con l'obiettivo di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari (ABS) e cederli sul mercato. Sul tema V. GIOVANDO G., *L'operazione di securitization. Analisi dei processi di rilevazione e di gestione*, Giapichelli Editore, 2021. p. 5 segg. Tale modello trova la sua disciplina domestica nella L. 130 del 7 aprile 1999, che ha inteso disciplinare la c.d. cartolarizzazione tradizionale, ossia la cessione di crediti *pro soluto* effettuata da una banca *originator* (cedente) ad una società veicolo (cessionaria).

⁴¹ Ovvero «quella tecnica di attenuazione del rischio di credito in base alla quale la riduzione del rischio di credito sull'esposizione di un ente deriva dall'obbligo di un terzo di pagare un determinato importo nell'eventualità del *default* del debitore o al verificarsi di altri specifici eventi connessi con il credito», Parte I, Titolo I, art.4, comma 1, n. 59) del Reg. UE 575/2013 (CRR).

575/2013 (CRR) e nelle disposizioni di vigilanza adottate dalla Banca d'Italia⁴².

Sinora i maggiori sforzi del legislatore, così come le scelte compiute dagli intermediari, sono stati orientati verso strumenti di trasferimento del rischio di credito operanti nell'ambito del *capital market*⁴³.

Tale tendenza pone, tuttavia, l'attenzione sulla ricerca di soluzioni alternative⁴⁴ ai classici meccanismi di cartolarizzazione, anche con riferimento al ruolo che le compagnie di assicurazione potrebbero assumere nell'offerta di protezione contro il rischio di credito e nella gestione degli NPE.

Infatti le imprese assicurative, grazie al ciclo produttivo inverso, dispongono di ingenti risorse e di attivi più solidi e, per l'effetto, risultano meno vulnerabili alle congiunture negative dei cicli economici avversi. La *credit risk insurance*, agendo come strumento anticiclico, consente quindi di ridurre le perdite attraverso il pagamento degli indennizzi nelle fasi di recessione e di stabilizzare i flussi di recupero in un dato arco di tempo; riducendo la vulnerabilità patrimoniale delle banche rispetto all'andamento dell'economia reale.

Nello scenario attuale alcuni assicuratori specializzati nel settore della *credit insurance* hanno deciso di operare in questa direzione, offrendo coperture assicurative sia su singole esposizioni, sia tramite garanzie su portafogli nell'ambito di operazioni di *Significant Risk Transfer* (SRT)⁴⁵.

⁴² BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013. Invero la finalità che spinge gli enti creditizi a ricorrere ad operazioni di CRT è spesso quella di soddisfare esigenze di *capital relief*. Tale esigenza si è intensificata di recente rispetto alle esposizioni deteriorate, soprattutto per la scelta assimilare e assoggettare ai medesimi regimi prudenziali esposizioni NPL e UTP.

⁴³ In proposito si segnala l'interessante studio condotto nel 2003 dal gruppo di lavoro congiunto ISVAP/BANCA D'ITALIA a cura di Cucinotta G., De Polis S., Aquilani M., Bentivegna G., Bignami M., Maggiori P., Mancinelli L., Mariani P., Marrone G., Pinzani L. e Sabbatucci S., *Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana*, giugno 2004.

⁴⁴ PORCELLI S.F., La derecogniton prudenziale degli NPLs nell'opinione della BCE: il caso delle operazioni diverse dalle c.dd. "cartolarizzazioni prudenziali", in Rivista Trimestrale di diritto dell'economia, Temi e problemi di diritto dell'economia, supplemento 2/2019, p. 288 e ss.

⁴⁵ Infatti il *framework* normativo dedicato alle operazioni di cartolarizzazione sintetica ammette la possibilità che l'ente cedente possa beneficiare di fattori di ponderazione per il rischio più

Nel dettaglio un significativo trasferimento del rischio di credito può realizzarsi sia con l'utilizzo di garanzie funded (reali), ossia nell'ambito di operazioni di securitisation e di cartolarizzazione sintetica collegate all'emissione di derivati su crediti (credit linked notes)⁴⁶, sia ricorrendo a garanzie unfunded (personali), rispetto alle quali è possibile apprezzare il ruolo degli assicuratori.

Ci si riferisce ai contratti di assicurazione inquadrabili del ramo del credito aventi ad oggetto la protezione dalle perdite derivanti dal mancato rimborso degli attivi inclusi nel portafoglio di riferimento, nei limiti della percentuale concordata e della durata della garanzia pattuita. Nella sostanza con tali polizze l'impresa garantisce alla banca, dietro pagamento di un premio, di realizzare, con riguardo alle esposizioni debitorie incluse nella *tranche* assicurata, un certo flusso (tasso) di recupero in un dato arco temporale (solitamente pluriennale)⁴⁷.

In tali operazioni la banca resta titolare degli *assets* sottostanti, non operandosi alcun deconsolidamento delle esposizioni dal bilancio e, per l'effetto, continua a gestire il portafoglio di riferimento ed i relativi processi di recupero. Tuttavia con la sottoscrizione di tali garanzie, ove la banca raggiunga la percentuale di recupero attesa nell'arco temporale individuato, il differenziale viene colmato dall'impresa di assicurazione.

La peculiarità di tali coperture assicurative è che il contenuto delle stesse e

favorevoli, in relazione alle esposizioni per le quali risulti vi sia stato un significativo trasferimento del rischio di credito a una *third part*. Tale trasferimento, che nell'operazione di cartolarizzazione sintetica non è accompagnato dalla cessione degli *assets* sottostanti (che continuano a permanere nel bilancio della banca), può essere attuato sia ricorrendo a garanzie di tipo *funded* sia di tipo *unfunded*. Per un approfondimento V. WRIGHT D. e SUSSMAN D., *Significant risk transfer solutions can reduce non-payment exposure for European banks*, consultabile in www.insuranceday.maritime intelligence.informa.com

⁴⁶ Queste sono soggette ai requisiti di ammissibilità specifici delle forme di protezione del credito di tipo personale ma, ai fini prudenziali, sono equiparate alle protezioni di tipo reale.

⁴⁷ Tali polizze vengono stipulate avendo riguardo ad un portafoglio di crediti, oggetto di attento *screening* da parte dell'assicuratore e per il quale si realizza normalmente la segmentazione (*tranching*) del profilo di rischio di credito in due o più parti (*tranches junior e/o mezzanines e senior*).

quello delle garanzie incluse deve essere allineato ai requisiti di eleggibilità previsti dalla normativa sui requisiti prudenziali, dovendo risultare "*CRR compliance*" ⁴⁸. Inoltre il ricorso a tali garanzie comporta per l'ente assicurato la contestuale assunzione del rischio di controparte, motivo per cui la normativa prudenziale individua in maniera stringente i fornitori di protezione ammessi ⁴⁹.

Sul piano economico il ricorso a simili transazioni si realizza ove lo scambio premio/protezione risulti efficiente in termini di costi/benefici, ossia quando il prezzo della copertura risulta economicamente più vantaggioso rispetto al costo implicito che deriva dall'assorbimento di capitale legato alla ritenzione del rischio.

All'attualità questo tipo di polizze è offerto da assicuratori specializzati con riguardo essenzialmente a portafogli di crediti *performing* ad elevato *Loan To Value*, mentre non risulta ancora compiuta alcuna operazione di tal tipo con riguardo a portafogli di NPE. Tale prospettiva, per quanto attuabile sul piano tecnico e teorico, merita una riflessione *ad hoc*, specie con riguardo alle ragioni che hanno sinora prediletto il coinvolgimento dei fondi di investimento e degli investitori istituzionali nelle operazioni che riguardano crediti non performanti.

Il mercato degli NPE, infatti, è sempre stato guardato con diffidenza dagli assicuratori, in ragione dell'elevato tecnicismo del settore, del differente margine di profitto collegato a tali operazioni e dal vincolo regolamentare che vieta alle assicurazioni di garantire rendite finanziarie. Anche per tale ragione le soluzioni offerte dal mercato dei capitali si sono gradualmente imposte come gli unici strumenti idonei a garantire il rispetto, da parte delle banche, delle nuove prescrizioni di vigilanza (incluso l'abbassamento del NPE *ratio*), ancorché causa di

⁴⁸ In particolare l'art. 213 e 215 del Regolamento UE 575/2013 prevedono una serie di requisiti, il cui mancato rispetto impedisce di considerare tali strumenti idonei a realizzare un significativo trasferimento del rischio di credito.

⁴⁹ Artt. 201, 202 e 203 del Regolamento CRR.

importanti shock di capitale per le banche⁵⁰.

La soluzione assicurativa si pone dunque in alternativa, o meglio quale strumento complementare, nella gestione degli NPE. Anche in tal caso, affinché lo schema possa risultare economicamente conveniente, occorre operare una segmentazione del portafoglio di riferimento per profilo di rischio, prevedendo che il maggior rischio per la tranche *junior* sia trattenuto dalla banca⁵¹, mentre il rischio sulle altre *tranches* potrebbe essere assunto dalla compagnia assicurativa.

Tuttavia tale soluzione, per quanto vantaggiosa in termini di capitale, non risulterebbe utile per l'abbattimento dell'NPE ratio, restando gli assets assicurati nei bilanci delle banche. Ragion per cui, nell'ottica di perseguire l'efficienza del sistema, l'ipotesi più auspicabile è che gli strumenti di trasferimento del rischio di credito offerti dal mercato dei capitali e dal panorama assicurativo si utilizzino in forma combinata, consentendo a investitori e assicuratori di offrire il proprio supporto nell'ambito più rispondente alla natura della protezione erogata. In questa prospettiva un'operazione su portafoglio potrebbe prevedere il ricorso alla securitisation per la tranche più rischiosa e la sottoscrizione di una polizza assicurativa per le tranches meno esposte al rischio di default⁵².

Quanto sopra esposto risente tuttavia di alcune criticità che andrebbero superate o quantomeno migliorate per una piena affermazione delle polizze assicurative del credito nell'ottica descritta.

⁵⁰ Infatti le operazioni di *securitisation* comportano una forte svalutazione degli *assets* di crediti deteriorati dismessi (solitamente acquisiti ad ¼ del loro valore) e implicano il riconoscimento di notevoli rendimenti (corrispondenti normalmente al *double-digit*) a favore degli investitori.

⁵¹ In tal modo si rispetterebbe anche il requisito regolamentare per cui, al fine di sterilizzare il rischio di *moral hazard*, si prevede che l'*originator* mantenga un rilevante interesse economico netto (pari almeno al 5% del valore dell'operazione).

⁵² Una simile applicazione avrebbe l'indubbio vantaggio di deconsolidare le esposizioni che producono maggiore assorbimento di capitale, evitando il contestuale deprezzamento e di dover riconoscere elevati rendimenti anche per quelle esposizioni che, pur rientrando nella categoria degli NPE, presentano un livello di rischiosità significativamente inferiore (es. *non performing exposures with forbearance measures o unlikely to pay*).

La prima criticità è legata al fatto che una simile prospettazione può incidere sull'efficienza del sistema solo se assunta su base generalizzata. Infatti solo ove lo schema descritto fosse eletto a misura di sistema sarebbe in grado di innescare un vero ciclo competitivo con il mercato dei capitali⁵³.

La seconda criticità riguarda l'accennata difficoltà degli stessi assicuratori a cimentarsi in un contesto ancora inesplorato che si caratterizza per il minor tasso di reddittività, per l'elevato grado di tecnicismo e per la necessità di affinare la tecnica assicurativa nel settore. Lato assicurativo, quindi, la concreta attuabilità dell'operazione descritta risente ancora del c.d. *execution risk*.

La terza criticità è legata al *framework* normativo di riferimento, ancora acerbo e tecnicamente inadatto alla piena affermazione dello strumento assicurativo nella prospettiva esaminata. Sotto tale profilo risulta particolarmente ostativa la previsione contenuta nelle disposizioni di vigilanza che, nel disciplinare i requisiti per la riduzione del capitale regolamentare connesso alle esposizioni garantite, ammette il ricorso a tecniche di sostituzione con il *rating* di controparte (ossia il fornitore di protezione) assegnando un peso (*RW - Risk Weight*) in misura decrescente in funzione della crescente classe del *rating* associato⁵⁴.

Una simile previsione mal si concilia con la platea dei *players* assicurativi ed in particolare con quelli detentori di *rating* più elevati. Questi ultimi, nell'intento di preservare la posizione acquisita sul mercato, hanno un perimetro di rischio e un business imprenditoriale ben tracciato e non sono portati ad agire in settori poco consolidati e/o ad esporsi a nuovi e diversi fattori di rischio che potrebbero pregiudicare il giudizio di affidabilità espresso nei loro confronti. Al contempo il ricorso ad operatori assicurativi con basso *rating* ed elevato RW renderebbe

⁵³ In tal caso anche i fondi e gli investitori istituzionali sarebbero portati ad accettare tassi di rendimento inferiori.

⁵⁴ Art. 122 Regolamento (UE) 575/2013. Per effetto di tale disposizione i benefici di capitale connessi alla sottoscrizione di garanzie assicurative risultano accessibili solo ove il fornitore di protezione risulti provvisto di una classe di rating particolarmente elevata.

l'operazione neutra in termini di *capital relief* e, quindi, economicamente inefficiente.

In conclusione, per quanto lo scenario sopra descritto induca a ritenere che sussistano margini per attuare una maggiore sinergia tra banche e assicurazioni, anche con riguardo alla gestione degli NPE, l'attuale *framework* regolamentare e gli orientamenti espressi delle autorità di vigilanza risultano ancora eccessivamente polarizzati verso il mercato dei capitali; pertanto una loro revisione appare necessaria nell'ottica di incentivare e sostenere il maggior ricorso a strumenti di protezione assicurativa nella prospettiva esaminata.

Ilenia Murgioni

SOCIAL LENDING: UN TRADE-OFF TRA DIGITALIZZAZIONE E RISERVA DI ATTIVITA'* **

(Social lending: a trade-off between digitization and authorisation)

ABSTRACT: The spread of digitalization in the field of banking and financial services is underlining the absence of a harmonized regulation that takes into account the potential benefits of FinTech, mitigating the related risks. There have been many conditions that favoured its development: from the growing of digitalization applied to financial services and products, to various macroeconomic factors, both economic and structural. For instance, the so called "credit crunch" following the 2007 crisis has certainly favoured the rising of social lending.

This paper aims at describing the increasingly significant levels of expansion achieved by social lending, both with reference to the market impacts, and above all in relation to the future potential of peer-to-peer lending platforms. Given its ever-increasing importance, on the one hand, it has been observed the need, at the domestic level, to catch this activity as part of the main traditional and authorized banking and financial activities. On the other hand, the definition of a harmonized European regulation, is still in progress.

The introduction of a common regulation both for equity-based and lending-based crowdfunding for enterprises, demonstrates that the EU legislator is following a different approach, considering the characteristics of the subjects involved. However, an attitude of greater protection continues to be recorded with regard to the same lending activities offered to consumers.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Origini e caratteristiche del social lending – 2.1. Modelli di

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

^{**} Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Amministrazione di appartenenza.

operatività -3. La regolamentazione della disintermediazione bancaria -3.1. Trade-off tra operatività e riserva -4. Le prospettive future -4.1. La proposta per la revisione della direttiva 2008/48/CE - 5. Considerazioni conclusive

1. La crescente applicazione dei processi digitali nel campo della finanza è alla base dei profondi mutamenti che interessano questo settore, mettendone alla prova il tradizionale modello di regolamentazione e vigilanza. Indubbiamente, il ricorso a processi digitali costituisce un passaggio inevitabile e risponde all'esigenza di promuovere l'innovazione tecnologica, attraverso l'introduzione di nuovi modelli di *business*, processi e prodotti. In questo contesto, l'innovazione tecnologica applicata alla finanza, anche nota con il termine di *FinTech*¹, investe, potenzialmente, ogni segmento del settore bancario e finanziario, determinando significativi mutamenti nella struttura del mercato, nonché nelle modalità di prestazione e fruizione dei servizi.

Il tema della finanza digitale ha destato una crescente attenzione anche da parte delle istituzioni dell'Unione europea. In particolare, la *Strategia in materia di finanza digitale per l'Unione europea*², elaborata nell'ambito dei più ampi obiettivi della *Capital Market Union* (CMU)³, ha illustrato le priorità e le relative azioni che la Commissione europea intende intraprendere per permettere ai consumatori e alle imprese di trarre vantaggio dalla finanza digitale. Una delle esigenze più

¹FSB, Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention, 2017, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf, ove si definisce il FinTech come "Technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services".

²Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, relativa ad una *Strategia in materia di finanza di gitale per l'UE*, 2020,https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0591& from=IT

³Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, relativa a un' *Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione,* 2020,https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cel lar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0010.02/DOC 1&format=PDF

sentite è quella di individuare le modifiche da apportare alle disposizioni vigenti, per rendere la cornice normativa adeguata a favorire le innovazioni in ambito *FinTech*, affrontando contestualmente i rischi da esse derivanti.

L'adeguamento di un contesto normativo oramai insufficiente fronteggiare le sfide connesse al FinTech è un'esigenza oramai non più procrastinabile, considerata l'accelerazione della transizione digitale a seguito della pandemia. Sia il settore pubblico che il privato, infatti, hanno reagito al Covid-19 puntando verso una transizione digitale cross-sector, per limitarne l'impatto sull'economia. Indubbiamente, questo particolare momento storico sta facilitando la creazione di un ecosistema favorevole allo sviluppo degli operatori FinTech, anche in abito finanziario. Come confermato da una recente survey⁴, infatti, le autorità di regolamentazione del settore hanno osservato, dall'inizio della pandemia, un forte aumento nell'uso o nell'offerta di molti prodotti e servizi FinTech, in particolare nel settore dei pagamenti e rimesse digitali. È ragionevole ritenere che le misure di contenimento e chiusura disposte da molti Stati abbiano favorito il ricorso ai servizi bancari digitali, determinando una modifica collettiva delle abitudini che sembra essere destinata a durare.

In linea con il *trend* mondiale, anche il *FinTech* italiano è in crescita, e tra i settori che hanno registrato una maggiore tasso di crescita dei ricavi vi è quello dei prestiti (+26%),⁵ segmento determinante nel far fronte alla domanda di credito emersa dalle PMI italiane.

La crescente diffusione del fenomeno pone, dunque, nuove sfide per il legislatore, chiamato a adottare un approccio regolamentare e di vigilanza coordinato e condiviso tra le autorità a livello nazionale, europeo e globale, per

⁴Cambridge Centre for Alternative Finance, *The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Study*, 2020, https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/10/2020-ccaf-report-fintech-regulatory-rapid-assessment.pdf

⁵PwC, Osservatorio FinTech PwC 2021, p. 9.

promuovere l'innovazione e rimuovere gli ostacoli al suo sviluppo, al contempo assicurando l'integrità dei mercati e la tutela di utenti e risparmiatori. Il tema della finanza digitale, quale volano per la transizione tecnologica e sostenibile dell'Unione europea, fonte di opportunità e di nuovi modelli di *business*, inoltre, ha aperto il campo a nuovi approcci, alternativi alla regolamentazione tradizionale, quali, a titolo esemplificativo, il Forum Europeo per il facilitatore dell'innovazione (EFIF)⁶, il laboratorio dell'UE per le tecnologie finanziarie (FinTech Lab)⁷ e, anche al livello nazionale, la cd. *regulatory sandbox*⁸.

Considerato il contesto di forte espansione del fenomeno *FinTech*, ci si concentrerà nell'analisi di una particolare categoria di operatori, ovvero le piattaforme di prestito collettivo, anche definite come piattaforme di *peer-to-peer lending*, social lending o lending-based crowdfunding (di seguito, "social lending"), con l'obiettivo di presentare le principali caratteristiche, anche considerando il contesto e le ragioni della loro evoluzione, evidenziandone i livelli di riconducibilità alle attività riservate, e analizzando i recenti sviluppi della regolamentazione.

2. Il *crowdfunding* è una forma di intermediazione che mira a facilitare l'erogazione di un finanziamento per il tramite della raccolta di capitali da una

⁶ L'EFIF è stato istituito a seguito della relazione congiunta delle Autorità europee di vigilanza sugli spazi di sperimentazione normativa e i poli di innovazione del gennaio 2019, che metteva in evidenza la necessità di agire per promuovere più coordinamento e cooperazione tra i facilitatori dell'innovazione per sostenere la crescita della *FinTech* nel mercato unico.

⁷ Il laboratorio dell'UE per le tecnologie finanziarie (FinTech Lab) è stato costituito ai sensi del piano d'azione FinTech del 2018 e riunisce fornitori di servizi, istituti finanziari e autorità di vigilanza, dando loro la possibilità di approfondire tecnologie o applicazioni specifiche.

⁸Spazi di sperimentazione "protetta" in cui gli operatori *FinTech* possono testare determinate attività di tecno-finanza godendo eventualmente, per un periodo transitorio, di un regime semplificato e parzialmente derogatorio della disciplina applicabile, che diventa l'occasione per il regolatore e le autorità di vigilanza di osservare e monitorare il fenomeno, favorendo l'innovazione, ma anche prevenendo e minimizzando i rischi connessi all'utilizzo di tecnologie avanzate nel campo finanziario. In Italia, la sandbox regolamentare è stata introdotta con l'articolo 36, commi 2-bis e ss., decreto-legge 30 aprile 2019 n. 34, come convertito dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, e resa operativa con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentita Banca d'Italia, Consob e Ivass, del 30 aprile 2021, n. 100.

pluralità di soggetti. Secondo la definizione data dall'Autorità bancaria europea⁹ (*European Banking Authority*, di seguito "EBA"), infatti, il *crowdfunding* si sostanzia in chiamate al pubblico per la raccolta di fondi destinati alla realizzazione di un determinato scopo. I servizi di *crowdfunding* sono, pertanto, aperti a un gruppo potenzialmente illimitato di investitori che ricevono anche più proposte di investimento contemporaneamente, e coinvolgono nella raccolta di fondi soggetti giuridici con differente natura e obiettivi.

Rispetto alle altre forme di *crowdfunding*¹⁰, il *social lending* si caratterizza in inviti aperti al grande pubblico da parte di richiedenti che, per il tramite di una piattaforma virtuale, richiedono prestiti di fondi per finanziare un progetto o per scopi personali, con la promessa di rimborsare le somme ricevute, maggiorate di una quota di interessi. Tra le categorie di richiedenti si possono includere le persone fisiche, ma anche start-up o PMI che sono alla ricerca di mezzi di finanziamento alternativi al tradizionale mercato del credito.

Il *social lending* può, dunque, essere definito nella sua forma essenziale come una sorta di "prestito tra pari"¹¹, che configura una particolare tipologia di *crowdfunding* nella quale la piattaforma digitale consente l'incontro di soggetti che dispongono di capitale da investire tramite prestiti, con altri che invece

⁹EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 2015, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-dd22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-

^{03% 20% 28}EBA% 20Opinion% 20on% 20lending% 20based% 20Crowdfunding% 29.pdf?retry=1 ¹⁰ Per le differenze tra le varie tipologie di crowdfunding si vedano, *ex multis*, LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2017, 31, 261 e ss.; e EVERETT., *Origins and Development of credit-based crowdfunding*, in *Banking and Finance Review*, 2019, 22(2), 21-56 ove, in sintesi, si precisa come nel *donation-based crowdfunding* i prestatori mettono a disposizione il proprio capitale senza pretendere un margine di guadagno; nel *reward-based crowdfunding* i richiedenti mettono a diposizione dei prestatori un compenso in natura, avente valore monetario; nell'*equity-based crowdfunding*, infine, i prestatori partecipano al capitale dell'impresa che finanziano, condividendone i relativi rischi e confidando sui futuri guadagni. In questo ultimo caso, infatti, il finanziamento assume la forma di emissione di valori mobiliari.

¹¹BANI, Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia, in PARACAMPO, Fintech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, 2017, pp. 125-140.

necessitano di risorse finanziarie. A differenza dell'*equity-based crowdfunding*, nel *social lending* il finanziamento non è necessariamente finalizzato alla realizzazione di uno specifico progetto. L'obiettivo dei prestatori resta, in questo caso, quello di ottenere una remunerazione per il prestito erogato, sottoforma di interessi.

A ben vedere, lo sviluppo¹² di tale forma alternativa di accesso al credito è stato solo in parte favorito dall'avanzare della digitalizzazione applicata ai servizi e prodotti bancari e finanziari. A determinare la crescita del *social lending* hanno, invero, contribuito diversi fattori macroeconomici, sia congiunturali che strutturali. Il fenomeno del cd. *credit crunch* conseguente alla crisi del 2007, che ha visto una contrazione dell'offerta monetaria da parte delle banche e degli operatori tradizionali, ha certamente favorito l'avanzata del *social lending*, allo stesso modo dei mutamenti del contesto sociale, economico e tecnologico¹³. Inoltre, ad influenzare la diffusione delle piattaforme di *social lending* in un determinato paese contribuirebbe anche l'articolazione tra le diverse forme tecniche dei finanziamenti bancari¹⁴.

Lo strumento che tecnicamente consente l'incontro tra chi necessita di capitali (richiedenti o prenditori) e i potenziali creditori (prestatori) è la piattaforma virtuale, in cui avviene, anche mediante l'impiego di algoritmi, il

¹² Per un'analisi dettagliata dello sviluppo del social lending in Europa, si veda AltFi, *Peer to peer lending – State of the Market*, 2019, https://www.workinvoice.it/wp-content/uploads/2019/07/State OfTheMarket19.pdf

¹³ Come rilevato da Banca d'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, 2021, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2021/2021-FINTECH-INDAGINE.pdf, "le tecnologie fintech si diffondono nell'industria finanziaria italiana: la spesa in tecnologie fintech per il biennio 2021-2022 ammonta a 530 milioni di euro ed è in crescita rispetto al biennio precedente (456 milioni di euro). Rispetto alla precedente rilevazione è aumentato il numero degli intermediari investitori (da 77 a 96 unità) e dei progetti (da 267 a 329), suggerendo un maggior tasso di adozione di tecnologie innovative all'interno del sistema finanziario".

¹⁴BOFONDI, *Il lending based crowdfunding: opportunità e rischi*, Questioni di Economia e Finanza: *Occasional Papers*, Banca di Italia n. 375, 2017, ove si precisa che negli USA e nel Regno Unito il mercato del credito al consumo, in particolare quello erogato per mezzo di carte di credito a tassi particolarmente elevati, è molto sviluppato: di conseguenza, la maggior parte dei prestiti a famiglie erogati per mezzo delle piattaforme di *social lending* è utilizzata per consolidare debiti già esistenti, sfruttando le migliori condizioni praticate dalle medesime.

matching tra domanda o offerta di capitali.

2.1. Le modalità operative di funzionamento delle piattaforme di *social* lending posso essere differenti, ma coinvolgono sostanzialmente tre categorie di soggetti: il soggetto titolare di un interesse (anche personale) al finanziamento, gli investitori e l'organizzazione professionale di intermediazione, nella forma di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, che consente l'incontro tra i richiedenti e gli investitori su una piattaforma *online*. Il modello tradizionale di funzionamento ha, dunque, struttura triangolare.

In particolare, la richiesta di finanziamento viene trasmessa alla piattaforma, insieme a tutta la documentazione richiesta per vagliare l'affidabilità del richiedente, e comparare l'aspettativa della solvibilità con il relativo rischio. La verifica del "rischio del credito" è effettuata direttamente dalla piattaforma, anche per il tramite di appositi algoritmi¹⁵, e si conclude con l'attribuzione di un *rating* al richiedente, costituente il prezzo del finanziamento. Il *rating* determina, infatti, la soglia di interessi applicabili al finanziamento ed è inversamente proporzionale al rischio: più il *rating* è negativo, e più i tassi di interesse da corrispondere ai prestatori saranno elevati, per compensare il rischio alto. Se l'assegnazione del *rating* è accettata dal richiedente, la domanda di finanziamento viene pubblicata all'interno della piattaforma e può essere finanziata dai prestatori registrati sulla piattaforma, che decidono se e quanto finanziare. Occorre precisare, infatti, come ai prestatori può essere garantito un alto livello di elasticità nella scelta del richiedente: oltre a scegliere il livello di rischio e di rendimento atteso, possono,

¹⁵ L'attività di cd. *credit scoring* consegue, oltre che dall'analisi delle informazioni contenute nella documentazione allegata alla richiesta di finanziamento (solitamente identità, reddito per le persone fisiche o bilancio per le PMI), anche dalle informazioni reperite da centrali rischi private (ad esempio la CRIF), nonché dall'importo e dalla durata del finanziamento stesso. Si evidenzia come alcune piattaforme potrebbero impiegare algoritmi che prevedano un controllo più ampio, utilizzando anche dati reperibili su internet o sui social media.

pur investendo somme modeste, suddividerle per una pluralità di richiedenti, in modo da diversificare il rischio.

In aggiunta al modello appena descritto, vi possono essere diverse modalità operative di funzionamento delle piattaforme di *social lending*. In particolare, ci si riferisce all'ipotesi in cui il prestatore non scelga direttamente i soggetti da finanziare, ma il *matching* sia effettuato automaticamente dalla piattaforma, secondo il profilo di rischio e le aspettative di rendimento comunicate dal prestatore stesso al momento dell'adesione alla piattaforma stessa.

Ne discende che il prestito potrà essere erogato secondo due principali modalità: i) sottoscrizione diretta tra prestatori e richiedente di singoli contratti di credito, e successivo trasferimento *pro quota* dei fondi; ii) deposito dei fondi presso un soggetto autorizzato (banca o istituto di pagamento), che li metterà a disposizione del richiedente¹⁶.

Date queste caratteristiche, le piattaforme digitali offrono due ordini di benefici¹⁷. In primo luogo, gli utenti giovano della riduzione dei costi di transazione, nonché dei costi di ricerca di controparte, di negoziazione del contratto e, in base ai servizi forniti dalla piattaforma, di esecuzione del regolamento contrattuale. Inoltre, gli utenti della piattaforma beneficiano anche degli effetti rete (c.d. *network effects*), cioè l'incremento complessivo di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di uno o più utenti genera per gli altri utenti, anche non iscritti a quella determinata piattaforma. Per quanto concerne, invece, il gestore della piattaforma, egli, oltre ai ricavi da commissione per i servizi resi, consegue, in qualità di *qatekeeper* della piattaforma medesima, importanti

¹⁶ In questo caso, si assiste ad un grado di intermediazione più forte della piattaforma che, ove sia un soggetto autorizzato (banca o istituto di pagamento) può anche procedere direttamente alla raccolta delle somme da dare a prestito.

¹⁷PANISI, SCIARRONE ALIBRANDI, La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech, in Consob, Quaderni FinTech, Marketplace lending – Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?, 2019.

vantaggi informativi da posizionamento. Infatti, interponendosi tra i diversi lati di mercato, il gestore beneficia della possibilità di accedere e controllare i dati¹⁸ relativi alle attività compiute tramite piattaforma da parte degli utenti.

3. Dall'esame delle principali caratteristiche del social lending è possibile evidenziare come il funzionamento della piattaforma possa replicare, seppur non pedissequamente, le caratteristiche e l'oggetto di talune attività riservate, soprattutto con riferimento ai momenti di raccolta dei fondi dai prestatori e di erogazione delle somme al richiedente. Ebbene, in questo contesto appare essenziale esplorare i confini della riserva d'attività in ambito bancario, anche al fine di determinare la legittimità delle modalità operative di funzionamento delle piattaforme di social lending. Com'è facile intuire, questa attività non costituisce un mero esercizio nozionistico, considerate le sue notevoli implicazioni pratiche. Infatti, in passato è stata riscontrata la violazione della riserva di attività, con riferimento alla raccolta del risparmio, nella ricezione di fondi dal pubblico effettuata da un operatore di social lending¹⁹. Questa riflessione deve essere accompagnata dalla precisazione che la violazione della riserva dell'attività bancaria non debba misurarsi necessariamente con riferimento all'attività svolta dalla piattaforma. Ad esempio, nel 2007, l'allora Autorità di vigilanza finanziaria belga, la Commission Bancaire, Financière et des Assurances, nel decidere

.

¹⁸ Con riferimento alle modalità e ai rischi del trattamento di dati personali da parte di algoritmi, si veda MULA, *Big Data vs Data Privacy*, in FINOCCHIARO, FALCE, *FinTech: diritti, concorrenza, regole*, 2019, pp. 355 e ss.

¹⁹ Ci si riferisce al caso "Zopa Italia", intermediario finanziario autorizzato ai sensi dell'articolo 106 TUB, nei cui confronti è stata accertata la violazione della riserva di attività a causa dell'incompleta separazione giuridica e patrimoniale dei fondi della piattaforma da quelli degli utenti. Come risulta dal Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze n. 258/385-C, del 26 giugno 2009, infatti, le somme degli investitori non erano collocate in appositi conti separati da quelli della società, ma erano confusi con il patrimonio della stessa. Ciò determinava l'acquisto da parte della piattaforma della titolarità di quanto ricevuto, con conseguente obbligo di rimborso, alla stregua di una banca, ponendo automaticamente l'investitore nella medesima situazione di un depositante. La decisione è stata poi confermata dal T.A.R. Lazio, con sentenza n. 12848 del 12 dicembre 2009.

sull'ammissibilità di un progetto concreto per la realizzazione di una piattaforma internet, in cui i privati avrebbero potuto incontrarsi e stipulare contratti di credito, ha ragionato in termini di violazione della riserva in materia di raccolta del risparmio da parte dei riceventi il prestito e non delle piattaforme (le quali avrebbero agito su mandato di questi)²⁰.

Come noto, la definizione di riserva di attività bancaria è contenuta all'articolo 10 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario, di seguito "TUB"), ove si dispone che l'esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituisca attività riservata alle banche²¹. Tale definizione è ad oggi armonizzata dal legislatore comunitario per il tramite di quanto previsto dall'articolo 4 della direttiva 2013/36/UE (cd. Capital Requirements Directive, o CRD) e dall'articolo 9 del regolamento (UE) 575/2013 (cd. Capital Requirements Regulation, o CRR). Se l'esercizio del credito viene solitamente riferito all'attività di trasferimento o messa a disposizione di denaro a favore di un richiedente, dietro obbligo di rimborso di quanto prestato maggiorato da un tasso di interesse, il concetto di raccolta del risparmio è declinato nei suoi confini nell'ambito dell'articolo 11 del TUB, che individua le peculiarità e i limiti dell'acquisizione di fondi presso il pubblico con obbligo di rimborso. A ben vedere, la disciplina della riserva di attività ha subito diverse modifiche, in gran parte dettate dall'esigenza di adeguamento al progressivo aumento dei canali alternativi a quello bancario tradizionale. Si pensi, ad esempio, alle modifiche normative che hanno portato all'introduzione dei commi 2-bis e 2-ter all'articolo 11 del TUB, al fine di recepire le previsioni di cui alle direttive 2000/46/CE e 2000/28/CE in tema di istituti di moneta elettronica, e alla direttiva 2007/64/CE per gli istituti di

²⁰COLAERT, On the Absence of Peer-to-Peer Lending in Belgium, in Journal of European Consumer and Market Law, 2016, https://ssrn.com/abstract=2721645

²¹DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2019, pp. 185 e ss.; CAPRIGLIONE, *Commento sub Art. 10 TUB*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2018, p. 111.

pagamento, poi modificata dalla direttiva (UE) 2015/2366.

Anche all'esito di tali interventi la disciplina vigente prevede che non sia riservata alle banche la raccolta del risparmio: i) connessa all'emissioni di moneta elettronica ovvero al deposito in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento, attività effettuate da soggetti autorizzati diversi dalle banche, quali gli Istituti di pagamento e gli Istituti di moneta elettronica; ii) presso determinate categorie di soggetti e altre società appartenenti al medesimo gruppo, secondo limiti e criteri individuati dal CICR e dalle Disposizioni di Banca d'Italia; iii) connessa all'emissione di strumenti finanziari nel limiti individuati dal CICR e dalle Disposizioni di Banca d'Italia; iv) rientrante nelle eccezioni previste dall'articolo 11, comma 4 del TUB.

Partendo dal dato normativo, è possibile distinguere differenti livelli di sovrapposizione rispetto all'esercizio dell'attività della raccolta del risparmio, a secondo del modello operativo di funzionamento della piattaforma di social lending.

In particolare, prendendo in considerazione esclusivamente la piattaforma che si limiti a svolgere la funzione di mediazione tra prestatori e richiedente, si potrebbe ritenere con ragionevole certezza che non sussista il rischio di violazione della riserva bancaria sulla raccolta del risparmio, essendo molto limitato in questo caso il livello di connessione con il sistema bancario²². Potenzialmente più complesso è, invece, il caso in cui la piattaforma non si limiti alla funzione di *matching* tra domanda e offerta di capitali, ma raccolga, anche in via indiretta, avvalendosi di soggetti terzi, i fondi messi a disposizione dai prestatori, prima di erogare il prestito a favore del richiedente.

3.1 In questo contesto, un primo approccio alla regolamentazione del social

²² In questo caso, l'attività potrebbe essere ricondotta alla figura della mediazione creditizia di cui agli artt. 128-sexies e seguenti TUB.

lending è rappresentato dal provvedimento di Banca d'Italia sul tema della raccolta del risparmio da soggetti diversi dalle banche. Si tratta, in particolare, della Sezione IX delle "Disposizioni sulla raccolta non bancaria del risparmio" (di seguito, per semplicità, "Disposizioni"), ove si forniscono chiarimenti sui limiti da rispettare affinché l'attività di prestito collettivo sia svolta in ottemperanza delle prescrizioni in tema di riserva di attività bancaria.

Viene, infatti, precisato innanzitutto che l'operatività delle piattaforme di social lending e di coloro che prestano o raccolgono fondi è "consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti (ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione di credito nei confronti del pubblico, mediazione creditizia, prestazione dei servizi di pagamento)". Segue la precisazione in forza della quale la piattaforma sia generalmente interdetta dallo svolgimento della raccolta del risparmio presso il pubblico, secondo le previsioni e limiti di cui all'articolo 11 del TUB, potendo esercitare la sua attività di ricezione dei fondi da inserire in conti di pagamento esclusivamente nel caso in cui la stessa piattaforma sia stata autorizzata a operare come istituto di pagamento, istituto di moneta elettronica o intermediario finanziario di cui all'art. 106 del TUB, autorizzato a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-novies, comma 4, del TUB. Restano, in ogni caso, ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di social lending attraverso portali online.

Si prevede, poi, che le piattaforme fissino limiti massimi entro cui si debba contenere l'entità dei fondi acquisiti, considerato che l'obiettivo delle Disposizioni resta quello di impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori. Nonostante l'evidente approccio *risk-based* volto a contenere i potenziali rischi derivanti dal fenomeno del *social lending*, le Disposizioni non quantificano gli importi nel dettaglio,

scontando probabilmente l'assenza di un quadro normativo di riferimento che avrebbe consentito una disciplina di maggior dettaglio.

Come anticipato, le Disposizioni affrontano il tema della violazione della riserva di attività bancaria anche dal punto di vista dei prenditori. Infatti, viene specificato che questi ultimi non violano la riserva in questione ricevendo denaro dal pubblico solo nell'ipotesi in cui si avvalgano di "soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale" o "l'acquisizione di fondi [sia]effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori". In quest'ultimo caso, "allorché i prenditori e i finanziatori [siano] in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limit[i] a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto", non si ritiene che ci possa essere una violazione dell'esercizio dell'attività bancaria in quanto il matching operato dalla piattaforma costituisce esclusivamente un punto di partenza per le trattative tra gli utenti.

La scelta di ricorrere alla trattativa personalizzata per scongiurare il rischio di violazione della riserva dell'attività bancaria è, con ogni evidenza, da far risalire al concetto stesso di "raccolta del risparmio" di fatto già vigente alla data di emanazione delle Disposizioni qui in commento. Infatti, la delibera CICR del 19 luglio 2005 n. 1058, in tema di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, già dispone all'articolo 2 comma 2 che non costituisca raccolta del risparmio presso il pubblico quella effettuata "sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, mediante contratti dai quali risulti la natura di finanziamento".

È stata quindi sostenuta²³ l'inadeguatezza di questo primo tentativo di "regolamentazione" del *social lending*, responsabile, da un lato, di irrigidire eccessivamente la disciplina delle piattaforme, senza tenere conto dell'obiettivo della tutela del risparmio ex articolo 47 della Costituzione. Infatti, una reale pericolosità per la tutela del risparmio potrebbe sussistere solo in caso di sistematicità o professionalità dell'attività stessa, aspetto non sufficientemente valorizzato nelle Disposizioni. La soluzione adottata, tuttavia, deve essere considerata un primo tentativo di ricondurre alla disciplina esistente una realtà nuova ed in continuo mutamento, allo scopo di fornire, a regolamentazione vigente, delle linee-guida agli operatori che consentano loro di non ledere la riserva di attività, in attesa di un intervento normativo organico.

Com'è indicato nelle Disposizioni di Banca d'Italia, la prima forma giuridica che la piattaforma di social lending può assumere, al fine di operare entro i limiti della riserva di attività, è quella dell'intermediario finanziario. L'articolo 106 del TUB fissa oggi una riserva di attività a favore di intermediari autorizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio dell'attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico, sotto qualsiasi forma²⁴.Giova rammentare come il Titolo V del TUB sia stato oggetto di profonde modifiche ad opera del decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, che hanno rivoluzionato l'impostazione originaria del testo²⁵, caratterizzata da una disciplina minima (non prudenziale) finalizzata principalmente a ridurre i rischi di frode e di riciclaggio del denaro. Tale intervento normativo²⁶,oltre ad eliminare la distinzione fra gli intermediari finanziari che

²³MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2018, n.1.

²⁴ Per una dettagliata definizione del contenuto dell'attività, si veda il Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 2 aprile 2015, n.53.

²⁵CAPRIGLIONE, LEMMA, *Commento sub art. 106*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 2018.

²⁶TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 2019, pp. 365 e ss.

svolgevano o meno attività nei confronti del pubblico²⁷, disciplina nel dettaglio i requisiti per il rilascio dell'autorizzazione, nonché prevede l'applicazione di una disciplina prudenziale e della vigilanza informativa, regolamentare ed ispettiva della Banca d'Italia. Per quanto concerne le attività esercitabili, oltre ad erogare credito, tali intermediari, se specificatamente autorizzati, possono anche emettere moneta elettronica, offrire servizi di pagamento e prestare alcuni specifici servizi ed attività di investimento (negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti, in entrambi i casi limitatamente agli strumenti finanziari derivati; nonché i servizi di sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo o assunzione di garanzia nei confronti degli emittenti).

Considerata la definizione di attività esercitabile dagli intermediari finanziari ex articolo 106 TUB, è possibile osservare come non vi sia effettiva coincidenza con l'attività svolta dalla piattaforma di *social lending*. Ci si riferisce, in particolare, alle ipotesi, del tutto prevalenti, in cui la piattaforma non è parte del contratto creditizio (che coinvolge, invece, il richiedente e il prestatore), ma esclusivamente un mezzo che favorisce l'incontro dei soggetti che poi, eventualmente, concluderanno un contratto di finanziamento. In tal senso, appare evidente come la piattaforma non svolga effettivamente attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico sotto qualsiasi forma. Allo stesso modo, non si può ritenere che siano i prestatori a svolgere attività riservata ex articolo 106 TUB, in quanto manca il requisito dello svolgimento professionale dell'attività stessa nei

²⁷ Prima della riforma del 2010, la formulazione del Titolo V assoggettava a regimi giuridici differenti gli intermediari finanziari a seconda che questi svolgessero o meno attività nei confronti del pubblico. In particolare, l'articolo 106 del TUB imponeva agli intermediari finanziari operanti nei confronti del pubblico l'iscrizione in un elenco generale tenuto da Banca d'Italia. Il Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 17 febbraio 2009, n.29 specifica vale circostanze in cui ricorreva l'esercizio dell'attività nei confronti del pubblico. Lo stesso D.M. individuava, poi, i criteri oggettivi (dimensione attività svolta, requisiti patrimoniali) che imponevano l'iscrizione di determinati intermediari nell'elenco speciale di cui all'articolo 107. Infine, gli intermediari non operanti nei confronti del pubblico erano tenuti solo all'iscrizione in un elenco di cui all'articolo 113 del TUB, non essendo soggetti ad ulteriori forme di controllo.

confronti del pubblico.

Se ne deduce, che ai fini del *social lending* ad assumere rilevanza non è tanto la possibilità di prestare servizi di finanziamento, ma la circostanza che lo stesso intermediario ex articolo 106 TUB sia stato altresì autorizzato ad emettere moneta elettronica e/o a prestare servizi di pagamento ai sensi degli articoli 114-quinquies, comma 4 e 114-novies, comma 4 del TUB.

Altro ambito di attività riservata in cui opera il *social lending* è quello dei servizi di pagamento, soprattutto nel caso in cui la piattaforma gestisca i fondi dei prestatori e dei richiedenti. Sul punto, al fine di istituire un quadro giuridico comunitario moderno e coerente per i servizi di pagamento, a favore della creazione di un'area di pagamento unica in euro, e in modo da garantire parità di condizioni per tutti i sistemi di pagamento, il legislatore comunitario è intervenuto prima con la Direttiva 2007/64/CE (*Payment Services Directive* o PSD), poi modificata dal successivo intervento con Direttiva (UE) 2015/2366 (cd. PSD2)²⁸. Tali interventi normativi hanno consentito, tra l'altro, l'introduzione della figura dell'Istituto di pagamento (di seguito "IP"), come soggetto autorizzato alla prestazione dei servizi di pagamento²⁹. È stato rilevato³⁰ come, a seguito del

²⁸I riferimenti alla normativa nazionale sono: il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, recante attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE; e il decreto legislativo 15 dicembre 2017, n. 2018, recante recepimento della direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, nonché' adeguamento delle disposizioni interne al regolamento (UE) n. 751/2015 relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta.

²⁹ Ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. h-septies.1) TUB (aggiunto dal d.lgs. 218/2017) per "servizi di pagamento" s'intendono: "1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 3.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata

recepimento della prima Direttiva PSD ad opera del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, la maggioranza delle piattaforme operanti in Italia abbiano richiesto e ottenuto l'autorizzazione ad operare come Istituto di pagamento. In questo modo è stata possibile, da un lato, l'apertura di conti di pagamento intestati ai richiedenti e/o ai prestatori, senza che, d'altro canto, si violassero i termini della riserva d'attività bancaria.

I vantaggi di questo tipo di autorizzazione sono senz'altro molteplici, sia in termini di livello di vigilanza che di operatività. Per assicurare la sana e prudente gestione degli IP, la PSD2 ha definito, infatti, un regime prudenziale che include: requisiti patrimoniali proporzionati ai rischi operativi e finanziari a cui sono esposti gli IP; regole di natura organizzativa, secondo cui gli IP devono dotarsi di dispositivi di governo societario, procedure amministrative e contabili nonché sistemi di controllo e di gestione del rischio adeguati. Si tratta, pertanto, di soggetti comunque sottoposti alla vigilanza informativa, regolamentare ed ispettiva della Banca d'Italia ex articolo 114-quaterdecies e 146 TUB, ma che beneficiano di una disciplina semplificata³¹ rispetto alle banche, soprattutto con riferimento a capitale minimo e fondi propri, assenza di limitazioni alle partecipazioni detenibili e Ulteriori benefici derivano governance interna. poi dal riconoscimento dell'operatività transfrontaliera degli IP sancito dall'articolo 114-decies del TUB che

ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 4.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 5) emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti".

³⁰MACCHIAVELLO, Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse), in Consob, Quaderni FinTech, Marketplace lending – Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?, 2019, p. 145.

³¹ Tanto in virtù del diverso regime di rischi a cui gli IP sono sottoposti rispetto alle banche. L'impostazione conferma l'approccio *risk based* del legislatore comunitario, come riportato nel considerando n. 11 della PSD, ove si precisa che "le condizioni per la concessione e il mantenimento dell'autorizzazione ad operare in qualità di istituti di pagamento dovrebbero includere requisiti prudenziali proporzionati ai rischi operativi e finanziari cui sono esposti tali organismi nel corso della loro attività".

rende operativo il principio dell'autorizzazione unica di cui all'articolo 11 PSD2³².

Ne discende come la prospettiva di ottenere un'autorizzazione con requisiti semplificati, che garantisca la medesima operatività *cross-border* riconosciuta alle banche ha certamente favorito il passaggio delle piattaforme di *social lending* a tale modello operativo. A ciò si aggiunga la considerazione che il modello di Open Banking sviluppatosi dall'entrata in vigore della PSD2 ha certamente favorito la progressiva evoluzione tecnologica degli intermediari³³, spingendoli ad adottare nuovi modelli di *business*. Pertanto, è verosimile ritenere che, oltre agli intermediari che richiedono l'autorizzazione ad operare come IP al fine di svolgere attività di *social lending*, si possa assistere anche alla progressiva digitalizzazione di IP tradizionale che, oltre ai servizi di pagamento, svolgano anche attività di *social lending*.

Per quando concerne, invece, l'applicabilità della disciplina prevista per gli Istituti di moneta elettronica (IMEL), occorre precisare come l'EBA abbia sollevato perplessità circa la congruità della nozione di moneta elettronica³⁴ con gli attuali modelli di *social lending*. Infatti, al versamento di fondi da parte dei prestatori potrebbe corrispondere l'emissione di moneta elettronica da parte della piattaforma per l'essere "prepaid and issued at par value on receipt of funds"³⁵, ma, potendo i fondi essere utilizzati solo all'interno della piattaforma, mancherebbe il carattere dell'utilizzo degli stessi per compiere operazioni di pagamento accettate da soggetti diversi da colui che ha emesso moneta elettronica.

³²COSTI, VELLA, Commento sub articolo 114-decies TUB, in Commentario breve al Testo unico bancario, 2019, pp. 681 e ss.

³³ Banca d'Italia, *PSD2 e Open Banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti*, 2021, https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/2021-PSD2-Open-Banking.pdf?pk_campaign=EmailAlertBdi&pk_kwd=it

³⁴ L'articolo 1, comma 2, lett. h-ter) del TUB definisce la moneta elettronica come un valore monetario memorizzato su uno strumento elettronico, consistente nella rappresentazione elettronica del denaro consegnato all'emittente accettato come mezzo di pagamento a spendibilità generalizzata.

³⁵ EBA, Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, op. cit.

Si conviene, ad ogni modo, con l'idea che la riconducibilità del *social lending* alla disciplina degli IP o degli IMEL sia una soluzione assolutamente temporanea, tale da non risolvere criticità operative che solo una disciplina *ad hoc* potrebbe affrontare esaustivamente. A ben vedere, tuttavia, l'approccio delle Disposizioni appare senz'altro condivisibile laddove, attraverso la riconducibilità del *lending* alle attività tradizionali, consente anche di prevenire possibili derive poco trasparenti nella gestione dei fondi. Si pensi, a titolo esemplificativo, al rischio di riciclaggio del denaro e di finanziamento del terrorismo. Considerato che sia IP, IMEL, che società finanziarie ex art. 106 TUB sono soggetti obbligati ai sensi dell'articolo 3, comma 2 del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, è possibile applicare le previsioni AML anche ali operatori di *social lending*. Ad ogni modo, l'approccio regolamentare specifico resta la soluzione da preferire, e verso cui si sta procedendo anche a livello comunitario, dopo una prima fase di osservazione del fenomeno.

4. I primi interventi regolamentari diretti del legislatore comunitario sono da far risalire al regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, nonché alla direttiva (UE) 2020/1504 che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Il regolamento (UE) 2020/1503 stabilisce, da un lato, requisiti uniformi, proporzionati e direttamente applicabili per la fornitura del servizio di *crowdfunding*, per il funzionamento delle piattaforme che offrono tali servizi, nonché per la trasparenza e le comunicazioni di *marketing* relativi ai medesimi servizi nell'Unione europea. Con la direttiva (UE) 2020/1504, poi, si dispongono le modifiche necessarie alla direttiva MIFID II, per escludere i fornitori di servizi di

crowdfunding dal relativo ambito di applicazione, allo scopo di evitare overlapping normativi e la necessità di una doppia autorizzazione.

Fino all'emanazione del regolamento (UE) 2020/1503 e della direttiva (UE) 2020/1504 la prestazione di servizi di *crowdfunding* non era stata oggetto di alcuna regolamentazione armonizzata e i fornitori di tali servizi adattavano i loro modelli di business a discipline nazionali, potenzialmente anche molto differenti tra loro.

Il quadro normativo frammentato ostacolava la prestazione transfrontaliera di servizi di *crowdfunding* e incideva direttamente sul funzionamento del mercato interno di tali servizi. In particolare, il fatto che il quadro giuridico fosse frammentato lungo i confini nazionali creava notevoli costi legali per gli investitori al dettaglio che spesso si trovavano di fronte a difficoltà nel determinare quali norme si applichino ai servizi di *crowdfunding* transfrontalieri. Tali investitori erano, pertanto, disincentivati dall'investire a livello transfrontaliero attraverso le piattaforme di *crowdfunding*. Per le stesse ragioni i fornitori di servizi di *crowdfunding* erano scoraggiati dall'offrire i propri servizi in Stati membri diversi da quelli in cui sono stabiliti.

L'obiettivo della regolamentazione europea sul crowdfunding, pertanto, va di pari passo con le priorità della *Capital Market Union* con riferimento alla necessità di aumentare l'efficienza e la diversificazione del mercato dei capitali dell'Unione europea, creando un mercato unico per i servizi di crowdfunding in rado di offrire servizi alternativi ai prestiti bancari per le PMI, garantendo al contempo un adeguato livello di protezione degli investitori.

Il regolamento (UE) 2020/1503 persegue tali finalità mediante l'introduzione di una disciplina per lo più comune sia all'*equity-based* che al *lending-based crowdfunding*³⁶. Si tratta di una scelta innovativa rispetto al

³⁶ Cfr. considerando 1, e 3 del regolamento (UE) 2020/1503 che includono nell'ambito di applicazione del regolamento sia il crowdfunding basato sul prestito sia il crowdfunding basato

contesto normativo europeo e nazionale, dato che, l'attività di intermediazione del credito è attualmente disciplinata da regole diverse rispetto all'intermediazione di strumenti finanziari, sia in tema di regime autorizzativo per i soggetti che prestano tali attività, sia in tema di tutele per i rispettivi clienti.

Tuttavia, considerato l'obiettivo di promuovere le attività transfrontaliere di finanziamento alle imprese, i servizi di *crowdfunding* relativi all'erogazione di credito ai consumatori quali definiti all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento³⁷, che disciplina i soli servizi rivolti alle imprese.

Nel dettaglio i servizi di *crowdfunding* vengono definiti come l'esercizio congiunto dell'attività di collocamento senza impegno irrevocabile e di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, oltre all'intermediazione nella concessione di prestiti per quanto riguarda il *lending-based crowdfunding*. Com'è stato osservato³⁸, la prestazione di tali servizi è essenziale ai fini dell'applicazione del regolamento (UE) 2020/1503, mentre è eventuale la prestazione di servizi aggiuntivi e collaterali come, ad esempio, la custodia di strumenti offerti sul portale o la prestazione di servizi di pagamento. I servizi prestati dalla piattaforma di *crowdfunding*, pertanto, sono analoghi a quelli regolamentati nella MiFID II e tuttavia sottoposti ad una disciplina specifica³⁹ che tenga in considerazione il particolare canale della loro prestazione.

Oltre al modello di intermediazione tradizionale, al fine di migliorare il servizio reso ai clienti, il regolamento consente ai fornitori di servizi di

sull'investimento, dal momento che tali tipologie di crowdfunding possono essere strutturate come alternative di finanziamento comparabili.

³⁷ Cfr. articolo 1, par. 2 lett. a) del regolamento (UE) 2020/1503.

³⁸CORSO, Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni, in Le nuove leggi civili commentate, 2021, 3.

³⁹ Infatti, l'articolo 1 della direttiva (UE) 2020/1504 ha modificato l'articolo 2, paragrafo 1, della direttiva 2014/65/UE, introducendo una ipotesi specifica di esenzione automatica di applicazione della direttiva MiFID II per i fornitori di servizi di crowdfunding.

crowdfunding di proporre a investitori individuali progetti basati su uno o più parametri specifici o su indicatori di rischio, come il tipo o settore di attività commerciale o una valutazione del credito, che siano stati comunicati in anticipo al fornitore di servizi di crowdfunding. Questa attività può essere svolta anche tramite l'utilizzo di processi automatizzati tramite cui i fondi sono assegnati automaticamente dal fornitore di servizi di crowdfunding ai richiedenti secondo parametri e indicatori di rischio predeterminati dall'investitore.

Tale "auto-investimento" è considerato dal regolamento alla stregua di una gestione individuale di portafogli di prestiti e consente la ripartizione, da parte del fornitore di servizi di *crowdfunding*, di un importo prestabilito di fondi a uno o più progetti conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale.

Nella sostanza, si tratta di un servizio solo in parte riconducibile al *lending-based crowdfunding*, in forza del quale l'investitore fornisce al gestore della piattaforma l'indicazione di una serie di requisiti che i progetti da finanziare devono rispettare e il gestore/fornitore di servizio, sulla base di tali indicazioni, provvede ad allocare i fondi dell'investitore di conseguenza. In questo caso, essendo la scelta dei progetti da finanziare affidata al gestore della piattaforma, il regolamento prescrive determinati ed ulteriori obblighi in tema di controllo e gestione dei rischi, nonché di informativa nei confronti degli investitori⁴⁰per lo

credito siano basate su un numero sufficiente di elementi e siano adeguate alla complessità e al

⁴⁰ Al fine di garantire un'adeguata e completa tutela degli investitori, l'articolo 6, par. 7 del regolamento (UE) 2020/1503, affida all'EBA il compito di elaborare progetti di *Regulatory Technical Standards* (RTS) per specificare le informazioni che devono essere fornite agli investitori, in modo che siano adeguatamente informati sui rischi relativi agli investimenti effettuati mediante gestione individuale di portafogli di prestiti. A seguito di consultazione pubblica, il 9 novembre 2021 l'EBA ha pubblicato il report finale sui RTS, ove, in sintesi si richiede ai fornitori di servizi di crowdfunding di dimostrare che le tecniche di misurazione utilizzate per la valutazione del rischio di

livello dei rischi sottostanti al: i) il singolo progetto; ii) il portafoglio; iii) il titolare del progetto. Inoltre, le RTS stabiliscono le informazioni che le piattaforme di crowdfunding devono divulgare, con riferimento alle caratteristiche chiave di ogni singolo portafoglio. Infine, con riferimento ai servizi di crowdfunding relativi al fondo di emergenza per compensare gli investitori nel caso in cui

svolgimento di tale tipologia di attività.

Tuttavia, trattandosi di modalità di finanziamento dedicata esclusivamente a professionisti, il regolamento (UE) 2020/1503 prevede la necessità che l'operazione di finanziamento stessa sia condotta sulla base di un apposito progetto. Tanto con evidente differenza rispetto alla tradizionale attività di *lending*, che, come si è evidenziato nei precedenti paragrafi, è solitamente condotta a prescindere dalla presentazione di un progetto, ma con sole finalità, per i prestatori, di ottenere una remunerazione sottoforma di interessi per i fondi prestati.

Il regolamento (UE) 2020/1503 rappresenta un primo ed importante passo in avanti nella creazione di un mercato unico per il *crowdfunding* e costituisce importante direttrice per la crescita delle piattaforme che offrono tali servizi. Non mancano, tuttavia, critiche sull'efficacia della tutela degli investitori retail o "non sofisticati", come denominati nel regolamento stesso. Infatti, tale disciplina è costruita sulla stregua di una verifica di appropriatezza e di simulazione della capacità di sostenere le perdite che, in ogni caso, determina esclusivamente la nascita in capo al prestatore di servizi di *crowdfunding* di particolari obblighi informativi, ma non si traduce mai in una impossibilità a concludere l'operazione.

A ciò si aggiunga come i servizi di *crowdfunding* relativi all'erogazione di credito ai consumatori, quali definiti all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE, sono espressamente esclusi dallo *scopo* del presente regolamento, rimanendo soggette alla disciplina nazionale ed escluse dal mercato comune (e quindi dalla possibilità di operare *cross-border*). Si tratta, pertanto, di un intervento normativo che deve essere inserito nell'ambito di un percorso di

i richiedenti non rimborsino i loro prestiti, le RTS specificano politiche, procedure e disposizioni di governance adeguate che i fornitori devono attuare quando gestiscono, direttamente o tramite un fornitore terzo, i fondi di emergenza.

armonizzazione in fieri, in corso di perfezionamento, che certamente subirà ulteriori sviluppi con la prossima revisione della direttiva 2008/48/CE in materia di credito al consumo.

4.1. L'esclusione dei cd. *crowdfunding credit services* ai consumatori dall'ambito di applicazione del regolamento (UE) 2020/1503 è stata con ogni evidenza una scelta basata sulla convinzione che tali servizi avrebbero trovato una più efficace e coerente regolamentazione nel contesto della nuova direttiva sui crediti al consumatore.

Come evidenziato nella relazione di accompagnamento del testo della proposta di revisione della direttiva 2008/48/CE (cd. *Consumer Credit Directive*, o CCD), dall'adozione della direttiva, la digitalizzazione ha profondamente modificato il processo decisionale e le abitudini dei consumatori in generale, avvicinandoli ad un processo più agevole e più rapido per ottenere il credito, spesso attraverso canali *online*. Tanto con evidenti ripercussioni sul mercato del credito, che si sta progressivamente digitalizzando. La digitalizzazione ha, inoltre, introdotto nuovi modi per divulgare le informazioni in formato digitale e valutare il merito creditizio dei consumatori adoperando sistemi decisionali automatizzati e dati non tradizionali. I nuovi operatori del mercato, poi, come le piattaforme di prestito *peer-to-peer* o di *social lending*, si sono progressivamente affermate sul mercato, offrendo contratti di credito ai consumatori in diverse forme.

L'iniziativa normativa volta ad includere, nella regolamentazione del credito ai consumatori, anche le piattaforme di *social lending* si pone in continuità con la recente azione del legislatore comunitario⁴¹. Coerentemente, la proposta di

⁴¹ Nel settembre 2020, infatti, la Commissione europea ha adottato un pacchetto sulla finanza digitale, comprendente una strategia per la finanza digitale e proposte legislative sulle cripto-attività e la resilienza digitale, con l'obiettivo di determinare condizioni minime di tutela e per un settore finanziario europeo competitivo che consenta ai consumatori di accedere a prodotti finanziari innovativi, garantendo allo stesso tempo la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria.

revisione della CCD mira a modernizzare le norme in materia di credito al consumo al fine di tener conto dei cambiamenti apportati dalla digitalizzazione. La stessa, pertanto, integra il regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese⁴², in quanto tale regolamento, come evidenziato nel precedente paragrafo, non si applica ai servizi di *crowdfunding* per i consumatori.

Ne discendono delle previsioni che, sebbene ancora oggetto di negoziato, dispongono, nel caso in cui i fornitori di servizi di credito tramite piattaforma di social lending procurino crediti ai consumatori, la soggezione alle disposizioni della direttiva. Sul punto, occorre precisare come nell'ipotesi in cui i fornitori di servizi di credito tramite crowdfunding forniscano direttamente crediti ai consumatori, gli stessi saranno soggetti alle disposizioni della direttiva relative ai creditori. Nel caso in cui, invece, il fornitore di servizio di credito tramite crowdfunding faciliti la concessione del credito tra creditori che operino nell'ambito della propria attività commerciale o professionale, da un lato, e consumatori dall'altro lato, gli si applicheranno gli obblighi previsti per gli intermediari del credito.

Residua, infine, il caso in cui i fornitori di servizi di credito tramite piattaforma di *crowdfunding*, operanti come tali e non come creditori o intermediari del credito, facilitino la concessione di un credito fra soggetti che concedono credito al consumo non nell'ambito della loro attività commerciale o professionale, da un lato, e consumatori dall'altro. In tale contesto, la piattaforma di *social lending* non è soggetta agli obblighi previsti per i creditori o per gli intermediari del credito. Sul punto, la proposta iniziale di direttiva⁴³, in sostanza,

⁴² L'integrazione e la vicinanza tra le due regolamentazioni è confermata dal fatto che l'articolo 3, n. 23) della proposta di direttiva per la revisione della CCD introduce la definizione di "piattaforma di crowdfunding" richiamando quanto già previsto "all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), del regolamento (UE) 2020/1503".

 $^{^{43}}$ Consultabile su https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2df39e27-da3e-11eb-895a-01aa75ed71a1.0007.02/DOC_1&format=PDF

riconosceva all'articolo 2, paragrafo 1 la necessità di applicare un *lighter regime*, in considerazione del fatto che l'attività di intermediazione svolta è condotta nell'ambito di un'attività prestata a livello non professionale.

Secondo il testo più recente⁴⁴ adottato dal Consiglio lo scorso giugno, tuttavia, il cd. *direct crowdfunding* risulterebbe essere stato escluso dall'ambito di applicazione della direttiva, al fine di non appesantire la regolamentazione di servizi che, in ogni caso, non sono prestati con il carattere della professionalità. Sul punto, si registra un differente approccio rispetto alla posizione del Parlamento europeo che il 12 luglio 2022 ha pubblicato⁴⁵ gli emendamenti di compromesso sulla proposta di direttiva. Nel complesso, la posizione del Parlamento europeo sembra essere votata ad una assoluta protezione per i consumatori che richiedono prestiti tramite servizi di *lending*, includendo nuovamente nello *scope of application* della direttiva anche il *direct crowdfunding*, riproponendone la formulazione originaria. Il punto, pertanto, sarà oggetto di discussione e confronto nelle successive fasi del negoziato.

L'obiettivo della regolamentazione è, in ogni caso, quello di assicurare l'applicazione dei presidi della CCD a tutela del consumatore anche ai servizi offerti dalle piattaforme di *social lending*, che facilitino la conclusione di un contratto di credito con i consumatori, seguendo, tuttavia, un approccio proporzionato rispetto a tale finalità. In questo senso, si comprende il motivo per cui le maggiori obbligazioni estese a tali tipologie di servizi riguardino, a titolo esemplificativo, la prestazione dell'informativa precontrattuale, la valutazione del merito creditizio, il diritto di recesso ecc.

Si tratta a ben vedere di una disciplina che ripropone lo schema del

⁴⁴ Consultabile su https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9433-2022-REV-1/en/pdf

⁴⁵ Il testo della proposta di Direttiva, unitamente agli emendamenti del Parlamento europeo, è consultabile su

 $https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/plmrep/COMMITTEES/IMCO/DV/2022/07-11/18-CCD-FinalCAs\ EN.pdf$

consumatore "parte debole" del sinallagma contrattuale. Non resta, dunque, che attendere che il processo di revisione della CCD giunga a termine per poter apprezzare in concreto quelle che saranno le nuove disposizioni applicabili alle piattaforme di *social lending* per i servizi ai consumatori e gli impatti che tale regolamentazione avrà nell'ambito dello sviluppo di tale fenomeno.

5. A fronte dell'assunzione di un'importanza sempre crescente del *social lending*, si assiste, pertanto, ad un nuovo approccio del legislatore comunitario che con il regolamento (UE) 2020/1503 non ha di fatto replicato la tradizionale bipartizione tra l'*equity-based* e il *lending-based crowdfunding*.

Ne consegue che, se da un lato per i finanziamenti alle imprese è stato ritenuto opportuno un intervento normativo unitario, per le attività svolte a favore di consumatori, invece, si va verso una regolamentazione per servizio. Non si tratta, invero, di una scelta innovativa: sono diversi gli interventi normativi in ambito comunitario che seguono questa linea (oltre alla *Consumer Credit Directive* 2008/48/CE, si faccia riferimento, a titolo esemplificativo, alla *Payment Account Directive* 2014/92/UE, o alla *Mortgage Credit Directive* 2014/17/UE).

Resta da valutare l'effettività di questo approccio, anche in termini di efficacia a raggiungere adeguati livelli di protezione del consumatore, considerato l'alto livello di impiego di tecnologie nei sistemi di funzionamento delle piattaforme di social lending, che pongono criticità spesso non correlate esclusivamente al tradizionale paradigma della tutela del consumatore. Sul punto si palesa con sempre maggiore urgenza la necessità di affrontare i rischi connessi non solo alla prestazione o all'offerta di singoli servizi ai consumatori, ma di regolamentare con interventi più stringenti temi ulteriori quali, ad esempio, i presidi a tutela della riservatezza e della protezione dei dati personali dei soggetti coinvolti dall'impiego di algoritmi decisionali.

L'obiettivo, quindi, di favorire la crescita del settore del *lending* attraverso un *framework* normativo comunitario, che ne consenta l'operatività *cross-border*, dovrà trovare un necessario sostegno nella capacità nella norma di migliorare la resilienza di investitori e risparmiatori, dando la possibilità di comprendere agevolmente la natura, i meccanismi di funzionamento, i rischi e i costi dei servizi offerti da tali piattaforme.

Elda Nogarotto

LE SANZIONI BANCARIE E FINANZIARIE: IL DIRITTO AL SILENZIO***

(Banking and financial sanctions: the right to silence)

ABSTRACT: The administrative sanctions in banking and financial matters have been a focus of interest for National and European Courts in recent years.

These case-law occurred in the midst of a wide debate on the legal nature of sanctions and the consequent applicable guarantees. The present work summarizes in a first part the outcomes – not always conform – achieved by jurisprudence, and then examines the decision inherent the application of the right to silence.

The analysis focuses mainly on sanctions in the field of market abuse, to which has been attributed a substantially criminal nature, starting from the famous Grande Stevens judgment of the European Court of Human Rights. While acknowledging the rationale behind case-law rulings aimed at protecting the persons concerned in the sanction procedure, it can be noted that the excessive proliferation of judgments, in the absence of an act by the legislator, has led to legal uncertainty. In addition, it urges the need to provide a precise definition of what is meant by the right to silence and how it applies in the market abuse sanctions, so as to avoid non-cooperative behaviour or an obstacle to the supervision activity.

The framework analysed reveals the risk of an excessive proliferation of appeals to the Courts.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il procedimento sanzionatorio e la funzione della sanzione. - 3. I c.d. *Engel criteria*. - 4. Natura giuridica sanzioni bancarie e finanziarie. - 4.1. Cenni agli orientamenti giurisprudenziali in merito alle sanzioni delle altre Autorità amministrative indipendenti. - 4.2.

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

^{**} Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Amministrazione di appartenenza.

Garanzie penalistiche in ambito bancario e finanziario. - 5. Il principio *nemo tenetur se detegere*. - 5.1. Ultimi arresti giurisprudenziali in tema di applicazione del diritto al silenzio alle sanzioni della Banca d'Italia e della Consob. 5.2. Considerazioni. 6. Conclusioni

1. I provvedimenti sanzionatori amministrativi in materia bancaria e finanziaria sono stati nel corso degli ultimi anni centro di interesse per le Corti nazionali ed europee. Il rilievo assunto da tali pronunce si inserisce nell'ampio dibattito relativo alla natura giuridica delle sanzioni e alle conseguenti garanzie applicabili.

Anzitutto, l'attuale quadro regolamentare sanzionatorio è frutto di numerose modifiche intervenute nel corso del tempo, che meglio hanno cercato di tener conto della crescente complessità del sistema finanziario. Al riguardo, non può non considerarsi l'impatto che la crisi finanziaria globale del 2008/2009 e la successiva crisi dei debiti sovrani ha avuto nella materia di cui ci occupa¹. Tale evento sistemico ha, infatti, messo – tra l'altro – in luce la necessità di creare un framework regolamentare armonizzato e condiviso².

Rileva, in proposito di sanzioni, la comunicazione della Commissione Europea del 2010 con la quale è stato precisato che il nuovo sistema di vigilanza deve necessariamente completarsi con regimi sanzionatori efficienti e sufficientemente armonizzati³. Coordinamento e integrazione dei sistemi rappresentano, quindi, presupposti fondamentali per la costruzione di un apparato

¹ Sul punto DRAGHI, *Considerazioni finali*, Banca d'Italia, Assemblea ordinaria dei partecipanti, 29 maggio 2009, p. 6: "La crisi ha le sue radici in distorsioni nel funzionamento dei mercati, in carenze di regolazione e supervisione e nei comportamenti degli intermediari, nei primi centri finanziari del mondo".

² Per un'analisi, invece, sulla conseguente riforma dell'architettura di vigilanza, si rimanda alla ricostruzione effettuata da BOCCUZZI, *L'Unione Bancaria europea*, Roma, Bancaria Editrice, 2015, 41 ss.

³ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari*; COM(2010) 716.

sanzionatorio efficace⁴. L'occasione di modifica si è avuta con il recepimento della Direttiva 2013/36/EU (in prosieguo CRD IV) con d.lgs. n. 72/2015, che ha introdotto novità rilevanti nella disciplina nazionale⁵. Anche la Direttiva 2014/65/UE (nel prosieguo MIFID II) – nel diverso settore di riferimento – ha comportato un'armonizzazione dei sistemi sanzionatori tra gli Stati membri⁶.

Considerato il rilievo che la materia del *market abuse* assume ai fini del presente lavoro, pare opportuno citare anche il Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito MAR) e la Direttiva 2014/57/UE (di seguito MAD II). In tale ambito, la disciplina delle sanzioni si articola su due livelli: il primo relativo alle sanzioni amministrative rimesse all'attività delle Autorità nazionali, per le quali vi è ampia discrezionalità lasciata agli Stati Membri (art. 30 MAR); il secondo relativo alle sanzioni penali, per le quali l'indicazione normativa risulta più rigida. Soffermandoci sul primo livello, occorre citare la recente analisi condotta

⁴ Nella Comunicazione in questione si dà atto di sistemi sanzionatori diversi tra i Paesi europei: a parità d'infrazione si registrano differenti tipologie di provvedimenti sanzionatori; le sanzioni amministrative pecuniarie differiscono considerevolmente e risultano eccessivamente basse in alcuni Stati. Conseguenza di tale disallineamento normativo è una non effettiva capacità dissuasiva della sanzione nei confronti degli intermediari.

⁵ La CRD IV introduce "le sanzioni amministrative e le altre misure amministrative al fine di assicurare che l'azione esercitata a seguito di una violazione abbia il maggior ambito di applicazione possibile e di contribuire ad impedire ulteriori violazioni, a prescindere dalla loro definizione come sanzione amministrativa o altra misura amministrativa a norma del diritto nazionale" (Considerando 41). Per un'analisi sulle modifiche introdotte dalla CRD IV cfr. CAPOLINO, *La vigilanza bancaria: prospettive ed evoluzione dell'ordinamento italiano*, in *Scritti sull'Unione Bancaria*, a cura di R. D'Ambrosio, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 81, 2016, p. 73 ss. Sull'irrogazione delle sanzioni alle persone fisiche ovvero giuridiche occorre evidenziare che se da una parte la responsabilità dell'intermediario è volta a far sì che lo stesso introduca misure organizzative e impartisca al personale la formazione necessaria per prevenire le violazioni (cfr. COM(2010) 716), la sanzione alla persona fisica contribuisce senz'altro a responsabilizzare l'individuo nel suo agire. Sull'evoluzione di tale aspetto anche a seguito delle modifiche intervenute con la CRD IV cfr. CAPOLINO, *cit.*, p. 74 s.; MURÈ, SPALLONE, *Le sanzioni bancarie: evoluzione normativa e confronto internazionale*, in *I quaderni di Minerva bancaria*, 1, 2018, p. 45 ss.

⁶ Art. 70 MIFID II. Tale tentativo è stato da ultimo oggetto di nuova discussione da parte dell'ESMA, che ha messo in luce, tramite parere, la necessità di raggiungere una maggiore convergenza delle legislazioni, proponendo al riguardo modifiche correttive della normativa (ESMA's Technical Advice to the Commission on the application of administrative and criminal sanctions under MiFID II/MiFIR, 29 marzo 2021, ESMA35-43-2430).

dall'ESMA⁷ che – nell'affrontare la questione sull'opportunità di introdurre norme comuni per le sanzioni amministrative – conclude ritenendo non ancora possibile effettuare un'adeguata analisi, essendo il Regolamento di recente emanazione⁸.

2. In generale, è possibile affermare che la procedura sanzionatoria consiste in una sequenza coordinata di atti e operazioni funzionali – da un lato – ad accertare correttamente l'integrazione dell'illecito da parte del soggetto ritenuto responsabile delle violazioni riscontrate e – dall'altro – a offrire a quest'ultimo le idonee garanzie per tutelare la propria posizione soggettiva 10. Tra i principi che reggono il procedimento vi sono quelli della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio 11 e della verbalizzazione, che garantiscono il diritto di difesa.

⁷ ESMA, *MAR Review*, 23 settembre 2020, ESMA70-156-2391 nel riprendere i commenti delle precedenti analisi afferma che "since MAR has been applicable for a limited period of time, and considering that market abuse cases require extensive investigations, the number of sanctions and other measures [...] did not provide a fair representation of the market abuse activities performed in that time-span by NCAs and by other relevant national authorities. As a matter of fact, parallel sanctions based on the Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAD), which was repealed by MAR, were also being issued during 2018".

⁸ Non sfugge all'analisi di attenta dottrina che le future riforme normative dovranno a ogni modo conciliare il sistema sanzionatorio con gli orientamenti giurisprudenziali in tema di diritto a un equo processo (cfr. ANNUNZIATA, SCOPSI, *Il rapporto ESMA del 23 settembre 2020 e le proposte di modifica al Regolamento* market abuse, in *Riv. Soc.*, fasc. 1, 2021, p. 191 ss.; sulle lacune esistenti nell'attuale disciplina VENTORUZZO, *When Market Abuse Rules Violate Human Rights: Grande Stevensv. Italy and the Different Approaches to Double Jeopardy in Europe and the US*, in *EBOR*, 2015, p. 156 s.). Per un'analisi sulla disciplina in tema di *market abuse* si rinvia a ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2020, p. 423 ss.

⁹ L'*iter* procedurale è definito rispettivamente con: Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa (provvedimento del 18 dicembre 2012 e successive modifiche) emanate dalla Banca d'Italia; Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio della CONSOB adottato con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013; Parte X, Regolamento (UE) della BCE n. 468/2014.

¹⁰ TROISE MANGONI, L'impugnazione delle sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB: l'insoddisfacente qualificazione dei vizi attinenti alla motivazione del provvedimento nella prospettiva giurisprudenziale del giudizio sul rapporto, in Riv. trim. dir. econ., 2, 2020, p. 108 ss.

¹¹ Sulla garanzia del contraddittorio nei procedimenti delle Autorità Amministrative Indipendenti cfr. CLARICH, *Garanzia del contraddittorio nel procedimento*, in *Dir. amm.*, fasc. 1, 2004, p. 59 ss.

Contro i provvedimenti sanzionatori è, inoltre, ammessa tutela giurisdizionale¹².

Come si preciserà nei seguenti paragrafi, l'iter procedimentale ha subito alcune modifiche a seguito delle istanze pretorie provenienti segnatamente dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, con particolare riferimento al contraddittorio¹³. Il contraddittorio, invero, deve essere garantito sia nella fase istruttoria¹⁴ sia nella successiva e separata fase decisoria, riservata alla competenza rispettivamente del Direttorio o della Commissione¹⁵.

Fermo quanto sopra rappresentato, occorre ora soffermarsi sulla connessione tra l'attività sanzionatoria e le altre funzioni svolte dalle Autorità. In via di estrema sintesi, la sanzione assolve a una funzione specifica sia all'interno dell'attività di vigilanza sia nell'ambito della potestà regolamentare riservata alle Autorità.

Come è stato autorevolmente affermato, la sanzione si atteggia a reazione

¹² Con le sentenze della Corte Costituzionale n. 162/2012 (sanzioni Consob) e n. 94/2014 (sanzioni Banca d'Italia) la giurisdizione in materia di impugnazione delle sanzioni è stata attribuita nuovamente al giudice ordinario, in luogo di quello amministrativo stabilito dal legislatore con norma dichiarata incostituzionale per eccesso di delega (Corte Cost., 27 giugno 2012 n. 162 in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2013, 3, II, 245; Corte Cost., 15 aprile 2014, n. 94, in *Giur. comm.*, 2015, 1, II, 5). Cfr. in chiave critica CLARICH, PISANESCHI, *Le sanzioni amministrative della Consob nel* "balletto" delle giurisdizioni, in *Giur. comm.*, fasc. 6, 2012, p. 1166 ss.

¹³ Successivamente al recepimento dei principi della sentenza Grande Stevens, invero, la Consob ha rafforzato il contraddittorio. Nello stesso senso, la Banca d'Italia, attenta alle sollecitazioni della giurisprudenza, ha modificato il provvedimento interno in questione, introducendo una forma di contraddittorio rafforzato cfr. VISCO, *Il sistema sanzionatorio bancario europeo e nazionale*, indirizzo di saluto ai Seminari giuridici della Consulenza legale della Banca d'Italia, 4 dicembre 2015, p. 5.

¹⁴ Per la Banca d'Italia è competente per la fase istruttoria il Servizio Rapporti Istituzionali di Vigilanza del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria, per la Consob l'Ufficio Sanzioni Amministrative, per la BCE l'Unità di indagine indipendente creata nel rispetto del considerando 6 del Regolamento(UE) n. 468/2014 della BCE. Particolare rilievo assume il dialogo con le ANC, necessario per individuare i presupposti di fatto per l'irrogazione di una sanzione.

¹⁵ La separazione delle fasi rappresenta un ulteriore principio regolatore del potere in questione. In dottrina si è messo in luce che tale distinzione organizzativa interna va ad accentuare la terzietà dell'organo collegiale che adotta il provvedimento, in quanto lo stesso dovrà valutare – da una parte – le argomentazioni degli uffici istruttori e – dall'altra – le difese delle parti interessate (Cfr. CLARICH, *cit.*, p. 59 ss.).

che l'ordinamento ha avverso comportamenti non conformi alle regole¹⁶. In altri termini, la sanzione è finalizzata ad assicurare l'effettività e il rispetto della normativa di settore. La *ratio* è quella di tutelare i pubblici interessi¹⁷, assicurando la stabilità del sistema bancario e finanziario¹⁸.

Quanto poc'anzi affermato, si ricava da una lettura della procedura sanzionatoria. In primo luogo, l'input del procedimento in questione è dato dalla stessa attività di controllo svolta nei confronti degli intermediari e dei soggetti operanti sul mercato¹⁹. La sanzione diviene così possibile sviluppo (reattivo) dell'attività di vigilanza²⁰; d'altro canto è quest'ultima a fornire i presupposti fattuali per l'applicazione della sanzione stessa²¹.

In secondo luogo, la sanzione può rilevare anche all'interno del ruolo fondamentale svolto dalle Autorità di fissazione delle regole, esercitato attraverso

¹⁶ CAPRIGLIONE, intervento pubblico e ordinamento del credito, Milano, 1978, p 99 citato da CONDEMI, Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma, in Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia n. 22, 1991, p. 17

¹⁷ CONDEMI, *cit.*, p. 15 ss. Come evidenziato dalla Comunicazione della Commissione del 2010 "Nel settore finanziario, regimi sanzionatori efficaci sono un elemento fondamentale per l'instaurazione di un regime di vigilanza atto a garantire la solidità e la stabilità dei mercati finanziari nonché, in ultima analisi, la tutela di consumatori e investitori". Così anche nelle Disposizioni in materia di Banca d'Italia si legge che "La disciplina sanzionatoria risponde all'esigenza di censurare il mancato rispetto delle norme poste a presidio della sana e prudente gestione [...]"

¹⁸ Per un'analisi sulla correlazione positiva tra il numero di sanzioni di vigilanza e la disciplina bancaria si veda DELIS, STAIKOURAS, *Supervisory effectiveness and Bank Risk*, in *Review of Finance*, 15, 2011, p. 513 ss.

¹⁹ A mero titolo esemplificativo, le Disposizioni emanate dalla Banca d'Italia ribadiscono che "L'accertamento delle violazioni è condotto dalla Banca d'Italia secondo un approccio unitario, inquadrando le potenziali irregolarità nell'ambito della complessiva azione di vigilanza".

²⁰ Ciò trova conferma in giurisprudenza dove è stato fatto presente che l'applicazione delle sanzioni "appare intimamente connessa all'attività di vigilanza, posto che costituisce null'altro che il momento di effettività di tale attività, volta ad assicurare, nel superiore interesse pubblico, il corretto esercizio delle funzioni bancarie e creditizie da parte dei soggetti preposti" (Cons. St., sez. VI, 13 maggio 2003, n. 2533, in *Foro amm.*, 2003, 1666). In chiave critica, propendendo per una maggiore autonomia tra le funzioni cfr. TRAVI, *La giurisdizione amministrativa per le sanzioni pecuniarie previste dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 2002, p. 381.

²¹ Sul punto si veda in tema di sanzioni dell'AGCM la Corte di Cassazione che evidenzia "la stretta connessione che si riscontra tra il provvedimento sanzionatorio e quello di accertamento della violazione, con il quale l'Autorità ritiene sussistere uno dei comportamenti vietati dalla legge" (Cass., sez. un., 5 gennaio 1994, n. 52, in *Giust. civ.*, 1994, 927).

l'emanazione di prescrizioni a contenuto generale e vincolanti²². Concentrandosi sulla regolazione come attività di *rule-making*, il potere sanzionatorio è strumentale a far sì che i precetti introdotti siano rispettati²³. Di qui una maggiore effettività della regolazione, grazie all'utilizzo della sanzione²⁴.

Il ruolo strumentale svolto nel delineato contesto non fa altro che confermare che la sanzione si incardina in un complesso di funzioni riservate alle Autorità. Si tratta, invero, di attività finalizzate al raggiungimento degli interessi pubblici, per i quali la sanzione costituisce elemento di chiusura (patologico) dell'intervento dell'Autorità nei settori di competenza²⁵.

In considerazione altresì delle esigenze di rafforzamento del sistema sanzionatorio (*v. supra*), la sanzione può considerarsi funzionale nella misura in cui riesce ad annullare i vantaggi che i responsabili possano trarre dalla violazione. In tal modo, la "reazione" alla violazione da parte dell'Autorità va a esercitare un concreto effetto deterrente²⁶. Pertanto, ben si comprende la rigidità e l'asprezza delle misure sanzionatorie oggi previste²⁷.

²² LOMBARDI, *Autorità Amministrative Indipendenti: funzione di controllo e funzione sanzionatoria*, in *Dir. amm.*, fasc. 4, 1995, p. 629 ss. Si sostiene che le *Authorities* siano state istituite anche a causa della "crisi della legge", che ha richiesto la creazione di Autorità indipendenti in grado di regolare fenomeni e settori soggetti a continua e rapida evoluzione anche tecnologica (cfr. CLARICH, *cit.*, p. 59 ss.).

²³ Cfr. TROISE MANGONI, Le sanzioni irrogate dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia: riflessioni in tema di giurisdizione, in Dir. Amm., fasc. 1, 2018, p 33 ss.

²⁴ TRIMARCHI, Funzione di regolazione e potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti, in AA.VV. Il potere sanzionatorio delle Autorità amministrative indipendenti, in Il diritto dell'economia, vol. 26, n. 82, 2013, p. 99. Secondo l'Autore questa connessione deroga al principio di separazione dei poteri, che richiede di distinguere il soggetto che pone le regole da quello che vigila sulla sua osservanza, tale deroga, tuttavia, concorre ad assicurare un enforcement della regolazione.

²⁵ TRIMARCHI, ult. cit., p. 88, l'Autore cita GIANNINI, Gli ordinamenti sezionali rivisitati (traendo spunto dall'ordinamento creditizio), in AA.VV., La ristrutturazione delle banche pubbliche, a cura di S. Amorosino, Milano, 1991, Giuffrè, p. 9 ss.

²⁶ Sul punto cfr. I. VISCO, *cit.*, p. 3.

²⁷ Riprendendo le riflessioni condotte a seguito della crisi finanziaria del 2008 "l'attività di vigilanza non può risultare efficace se esistono sistemi sanzionatori deboli e notevolmente variabili. È fondamentale che, all'interno dell'UE e non solo, tutte le autorità di vigilanza siano in grado di applicare sistemi sanzionatori sufficientemente convergenti, rigorosi e con effetti deterrenti"

3. Alle sanzioni aventi natura amministrativa non si applicano di per sé le garanzie previste dal diritto penale e segnatamente dall'art. 6 CEDU (c.d. diritto a un equo processo), ripreso dalla nostra Carta Costituzionale all'art. 111²⁸. Testualmente, infatti, l'art. 6 CEDU si riferisce ai processi civili (par. 1) e penali (tutti i paragrafi), non anche ai rapporti amministrativi²⁹.

Tuttavia, come noto, questo assunto ha perso oramai di valore: per evitare che lo Stato possa classificare in altro modo sanzioni sostanzialmente penali (c.d. frode delle etichette), è stata col tempo definita una nozione convenzionale di sanzione penale, la quale racchiude fattispecie più ampie rispetto alla nozione costituzionale³⁰. A tal fine è stata utilizzata la natura di *living instrument* della CEDU, interpretandola in conformità con l'evoluzione sociale³¹.

Per comprendere il percorso logico effettuato dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (di seguito "Corte EDU"), deve anzitutto superarsi l'interpretazione letterale dell'art. 6 CEDU relativa a: i) "tribunale", per il quale sono stati intesi sia gli organi giurisdizionali sia qualsiasi altra Autorità che, "pur attraverso un procedimento non formalmente qualificato processo nell'ordinamento interno, adotti atti modificativi della realtà giuridica, incidenti significativamente nella sfera

(Relazione del gruppo di esperti di alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière, del 25 febbraio 2009, punto 201).

²⁸ La questione che sarà esaminata nei prossimi paragrafi e che è stata oggetto dei più recenti arresti giurisprudenziali, non è invero nuova nel panorama dottrinale italiano. Come ricordato in BINDI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia: il punto dopo gli interventi del Consiglio di Stato, la riforma del regolamento Consob e le nuove norme dettate dal legislatore italiano*, in *Giust. Amm.*, n. 10, 2015, p. 3, già Piero Calamandrei nel 1938, con riferimento alla legge bancaria del 1936, faceva presente il rischio di un aggiramento delle tutele giurisdizionali.

²⁹ Sul rapporto tra la CEDU e il diritto amministrativo si veda GRECO, *La Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e il diritto amministrativo in Italia*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, fasc. 1, 2000, p. 25 ss. Nota l'Autore che l'influenza della normativa in argomento è stata invero modesta, a causa del convincimento che la Convenzione non riguardi il diritto amministrativo.

³⁰ MASERA, La nozione costituzionale di materia penale, Torino, Giappichelli, 2018, p. 21 s.

³¹ Corte EDU, 12 luglio 2001, n. 44759, in *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, 2007, 03, 444. BINDI, PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimento e doppio binario al vaglio della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, Torino, Giappichelli, 2018, p. 53.

soggettiva di un soggetto privato, anche se tale funzione viene esercitata al di fuori di una organizzazione giurisdizionale"³²; *ii)* "accusa penale", la quale dipende da una valutazione della tipologia della sanzione irrogata, superando eventualmente il *nomen* dato dallo Stato ove – circostanze sostanziali – lo richiedano³³.

Pare opportuno riportare sinteticamente i *leading case* della Corte EDU che hanno definito i c.d. criteri Engel, per valutare se una sanzione sia sostanzialmente penale³⁴:

- La prima sentenza individua dandone il nome i criteri per valutare la natura giuridica della sanzione³⁵. Si deve in primo luogo verificare la qualificazione *formale* che le è data dallo Stato. È chiaro che questo criterio è determinante solo laddove la sanzione sia considerata penale dallo stesso ordinamento di appartenenza, altrimenti, per i motivi sopra indicati, non è sufficiente fermarsi al *nomen*³⁶. Superata quindi la forma, si devono valutare i criteri sostanziali relativi alla natura della sanzione (scopo punitivo, deterrente e repressivo³⁷) e al grado di severità.
- La seconda pronuncia³⁸ consolida la nozione convenzionale di materia penale data dalla sentenza Engel e introduce un ulteriore aspetto definitorio che meglio chiarisce la portata dei suddetti criteri. La Corte, infatti, precisa

³² Da ultimo cfr. Cons. St., sez. VI, 11 marzo 2021, n. 2081, in *Foro Amm.*, 2021, 3, 503.

³³ BINDI, PISANESCHI, *ult. cit.*, p. 54

³⁴ Per approfondimenti cfr. MASERA, *cit.*, p. 25 ss.; BAHÇECI, *Redefining the Concept of Penalty in the*

Case-law of the European Court of Human Rights, in European Public Law, 26, n. 4, 2020, p. 867 ss.

³⁵ Corte EDU, 8 giugno 1976, n. 22, in *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, 2006, 01, 201 (Engel c. Paesi Bassi). Nella specie si trattava di sanzioni disciplinari a danno di militari che incidevano sulla libertà personale.

³⁶ Engel c. Paesi Bassi, par. 81.

³⁷ In successive pronunce è stato specificato che oltre al fine punitivo, deterrente e repressivo, la sanzione può perseguire anche uno scopo secondario compensativo-ripristinatorio (Caso Welch c. Regno Unito; Corte EDU, 9 febbraio 1995, n. 307, in *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, 2006, 2, 340). Non è pertanto necessario che la finalità delle sanzioni sia esclusivamente punitiva. Sul punto anche Corte EDU, 27 settembre 2011, n. 43509, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2012, 2, 414 (A. Menarini Diagnostics Srl c. Italia AGCM).

³⁸ Corte EDU, 21 febbraio 1984, n.73, in *Riv. dir. internaz.*, 1985, 639 (Öztürk c. Germania).

che i criteri non sono (solo³⁹) cumulativi ma (anche) alternativi, essendo sufficiente la definire presenza di uno per una sanzione sostanzialmente penale⁴⁰.

La terza e ultima pronuncia qui riportata⁴¹ allevia la rigidità applicativa data dalle precedenti sentenze. Infatti, una volta qualificata come penale una determinata sanzione si pone il problema di quali garanzie – e in quale misura - debbano essere adottate. La Corte riconosce che le misure sanzionatorie, ancorché qualificate come penali, potrebbero avere un diverso peso⁴². Di tal ché, le misure che non rientrano nel nocciolo duro del diritto penale non richiedono l'applicazione in tutto il loro rigore delle garanzie di cui all'art. 6 CEDU. In dottrina si sono, pertanto, individuate diverse di (formalmente tipologie sanzioni amministrative sostanzialmente penali) con conseguente applicazione differenziata delle garanzie penalistiche⁴³.

Non sono mancate critiche relative a un approccio eccessivamente

⁴² Sentenza Jussila, par. 43.

³⁹ "This does not exclude that a cumulative approach may be adopted where the separate analysis of each criterion does not make it possible to reach a clear conclusion as to the existence of a criminal charge" (Corte EDU, 24 settembre 1997, n. 18996 reperibile sul sito della Corte EDU; GARYFALLOU AEBE c. Grecia).

⁴⁰ Nella specie, il caso riguardava una sanzione amministrativa pecuniaria di modesta entità applicata a seguito di un incidente stradale. La qualificazione penale è avvenuta sulla base del secondo criterio, in quanto la sanzione aveva conservato – anche a seguito del processo tedesco di depenalizzazione - il carattere punitivo. "Si trattava indubbiamente di un reato minore che non rischiava affatto di nuocere alla reputazione del suo autore, ma non per questo il reato si sottraeva all'ambito di applicazione dell'art. 6" (Sentenza Öztürk, par. 53).

⁴¹ Corte EDU, 23 novembre 2006, n. 73053, in *Il Civilista*, 2009, 10, 46 (Jussila c. Finlandia).

⁴³ BINDI, PISANESCHI, cit., p. 76 s. Gli autori distinguono in particolare: i) minor offences senza necessità di accertamento sul fatto, per le quali la sanzione è irrogata a seguito di un accertamento tecnico matematico, che non richiede il contraddittorio di cui all'art. 6 CEDU; ii) minor offences che richiedono il rispetto delle garanzie penalistiche dell'equo processo ma, in quanto di lieve entità, le stesse possono applicarsi in via compensativa ex post, in sede di impugnazione; iii) criminal offences, che ricadono nel c.d. nocciolo duro del diritto penale e richiedono l'applicazione delle garanzie in questione anche nella fase procedimentale svolta innanzi le Autorità.

estensivo e generalizzato dei principi in parola⁴⁴, nonché ai rischi che esso possa avere sul processo di depenalizzazione⁴⁵.

4. In Italia, in ambito finanziario, l'applicazione degli *Engel criteria* si è concentrata principalmente sulle sanzioni in tema di *market abuse*⁴⁶. Con la nota sentenza Grande Stevens⁴⁷, la Corte EDU ha riconosciuto il carattere penale delle

⁴⁴ Cfr. Cass., 30 giugno 2016, n. 13433, in Gius, Civ. Mass., 2016 "Per contro, l'impostazione in termini assoluti ed astratti del principio di equiparazione della sanzione amministrativa a quella penale, estrapolato da una pronuncia della Corte Europea fortemente aderente ai connotati specifici di una fattispecie concreta, porterebbe ineluttabilmente ad antinomie incompatibili con principi financo di rango costituzionale, oltre che di consolidata tradizione concettuale. Tali, ad esempio, la riserva assoluta di legge per le norme penali (art. 25 Cost.), che comporterebbe l'illegittimità di qualsivoglia sanzione di matrice regolamentare; la presunzione di non colpevolezza (pure affermata nella sentenza 23 settembre 2008, Grayson e Barnham contro Regno Unito), che, interpretata in tutta la sua estensione, renderebbe illegittima la provvisoria esecutività di condanne pecuniarie (normale, in materia extrapenale; e suscettibile di assurgere ad esecutorietà, nel diritto amministrativo: con possibilità, nei casi previsti dalla legge, che sia la stessa Pubblica amministrazione ad eseguire il proprio provvedimento, in regime di autotutela); e soprattutto, per quel che pertiene al caso in esame, il preteso divieto assoluto di retroattività della sanzione amministrativa, da un lato, e la retroattività della lex mitior, dall'altro, a somiglianza dell'abolitio criminis o dell'attenuazione della pena in senso stretto (art. 2 c.p., commi 2 e 3). Non senza aggiungere che la vis expansiva dell'assimilazione sarebbe potenzialmente in grado di investire anche fattispecie sanzionatorie di tipo civile (astreintes, condanna per lite temeraria ex art. 96 c.p.c., e soprattutto danni punitivi, qualora essi siano riconosciuti ammissibili nel nostro ordinamento), e financo disciplinari: tutte, lato sensu, afflittive e suscettibili di incidenza anche rilevante sul patrimonio del soggetto attinto".

⁴⁵ Sul punto, la Corte EDU, pur riconoscendo l'importanza storica della depenalizzazione, ritiene che la stessa non possa essere sufficiente a giustificare la mancata applicazione delle garanzie a sanzioni aventi una c.d. coloration pénale, soprattutto in quei casi caratterizzati da una forte finalità dissuasiva e punitiva (Sentenza Öztürk, par. 49). Al riguardo, si veda l'analisi di MASERA, *cit.*, p. 45.

⁴⁶ In particolare, oggetto di contestazione sono stati i previgenti regolamenti della Consob e la procedura sanzionatoria di cui all'art. 187-*septies* TUF. La materia introdotta con Direttiva 2003/6 è volta a combattere gli abusi di mercato. Come risulta dai suoi considerando 2 e 12, essa vieta gli abusi di informazioni privilegiate nonché le operazioni dirette alla manipolazione del mercato al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari e di rafforzare la fiducia degli investitori in tali mercati, fiducia che si fonda in particolare sulla garanzia che tali investitori siano posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate. Sul punto cfr. Corte Giust. UE, 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08) punto 47; Corte Giust. UE 28 giugno 2012, Geltl (C-19/11), punto 33. Al fine di garantire un'efficacia adeguata, ogni violazione dei divieti adottati dev'essere tempestivamente scoperta e sanzionata (considerando 38). Pur perseguendo i medesimi obiettivi della Direttiva 2003/6, il Regolamento n. 596/2014 intende stabilire un quadro normativo più uniforme e più rigoroso in particolare rafforzando i poteri di vigilanza, di indagine e di sanzione dell'autorità di vigilanza (considerando 4).

⁴⁷ Corte EDU, 4 marzo 2014, n. 18640, in *Foro it.*, 2015, 3, IV, 129 (Grande Stevens c. Italia).

sanzioni pecuniarie in questione, sulla base dei criteri sostanziali. In particolare, la Corte ha affermato che "per quanto riguarda la natura dell'illecito, sembra che le disposizioni la cui violazione è stata ascritta ai ricorrenti si prefiggessero di garantire l'integrità dei mercati finanziari e di mantenere la fiducia del pubblico nella sicurezza delle transazioni"; si tratta, invero, di interessi generali della società, tutelati di norma dal diritto penale. Lo scopo di tali sanzioni è così individuato nel punire il trasgressore per impedire la recidiva: un intento preventivo, dissuasivo e repressivo, non solo riparatorio dei danni di natura finanziaria.

A ciò si aggiunga la severità della sanzione in argomento, valutata aprioristicamente dalla Corte alla luce del massimo edittale, a prescindere da quanto nella fattispecie effettivamente inflitto al soggetto⁴⁸. Inoltre, ulteriore elemento determinante la valutazione della natura giuridica della sanzione è stato rinvenuto nell'apprezzamento, in sede di inflizione della sanzione, della gravità della condotta ascritta e non del danno provocato agli investitori⁴⁹. La decisione in questione ha comportato che in tale ambito si applichino – non senza accesa discussione da parte della giurisprudenza – le garanzie previste in materia penale (v. infra) ⁵⁰.

Di contro, tuttavia, non si è registrata una applicazione estensiva dei criteri Engel da parte della giurisprudenza nei confronti delle altre sanzioni pecuniarie in ambito bancario e finanziario, laddove si è assistito, viceversa, a un'interpretazione restrittiva dei principi della Corte EDU. La giurisprudenza ha assunto quale principale argomentazione la circostanza che l'enunciazione della Corte EDU "avvenga sempre in ordine a casi e problemi specifici (*case law*): con un approccio

⁴⁸ Nella specie, la Corte d'Appello di Torino aveva ridotto la sanzione irrogata dalla CONSOB (cfr. par. 98 Sentenza Grande Stevens).

⁴⁹ Sentenza Grande Stevens par. 96.

⁵⁰ Sulla natura della sanzione in questione si veda BINDI, PISANESCHI, cit., p. 89 ss.

pragmatico che non si presta a generalizzazioni concettuali oltre i limiti dell'oggetto del singolo giudizio"⁵¹.

4.1. Lo stesso approccio restrittivo seguito dalla giurisprudenza ordinaria non è stato accolto dalla giurisprudenza amministrativa nei confronti delle sanzioni irrogate dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato⁵² e dall'IVASS⁵³.

In particolare, per quanto concerne le sanzioni dell'IVASS il Consiglio di Stato ha di recente annullato il regolamento sanzionatorio dell'Autorità, non coerente con i principi del giusto processo e del contraddittorio di cui all'art. 6

⁵¹ Cass., 30 giugno 2016, n. 13433, cit. Cfr. anche l'intervento del Segretario Generale Consob Carlo Deodato al convegno organizzato dall'Università La Sapienza di Roma su "Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali", 2019, p. 5. In giurisprudenza, anche le più recenti pronunce hanno negato, infatti, che sanzioni diverse da quelle irrogate in ambito di market abuse siano da considerarsi sostanzialmente penali ex multis Cass., 31 luglio 2020, n. 16517, in Giust. Civ. Mass., 2020; Cass., 25 giugno 2018, n. 16720, in Guida al diritto, 2019, 5, 66; Cass., 4 agosto 2016, n. 16313, in www.iusexplorer.it (ex artt. 144 ss. TUB); Cass., sez. II, 3 gennaio 2019, n. 4, in Giust. Civ. Mass., 2019 (art. 195 TUF); Cass. 24 agosto 2021, n. 23333, in www.iusexplorer.it. Contra in dottrina BINDI, LUCCARELLI, PISANESCHI, Le sanzioni della Banca d'Italia e della Consob, in Giur. Comm., fasc. 3, 2021, p. 553 ss.; VIGANÒ, Garanzie penalistiche e sanzioni amministrative, in Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale, fasc. 4, 2020, p. 1775 ss; VIGANÒ, Un'altra deludente pronuncia della Corte Costituzionale in materia di legalità e sanzioni amministrative 'punitive', in Diritto Penale Contemporaneo, fasc. 4, 2017, p. 269 ss. Per un'analisi sulle sanzioni irrogate dalla BCE cfr. D'AMBROSIO, Giusto procedimento e garanzie dei soggetti coinvolti nei procedimenti di vigilanza e sanzionatori, in Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 74, 2013, p. 21; sull'applicazione del ne bis in idem VAN BOCKEL, Fundamental rights aspects of the Single Supervisory Mechanism: differentiated standards of protection under the Charter of Fundamental Rights of the EU, in ECB Legal Conference, From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for European integration, 2015, p. 103 ss.

⁵² Per le sanzioni irrogate per le pratiche anticoncorrenziali si è riconosciuta la natura penale sulla base degli *Engel criteria*, anche a causa del crescente ammontare dell'importo delle ammende (cfr. CALINI, *Procedure antitrust in Italia*, Milano, Giuffrè, 2018, p. 321 ss.) In giurisprudenza cfr. Cons. St., 11 marzo 2021, n. 2081, in *Foro Amm.*, 2021, 3, 503; Cons. St., 22 marzo 2016, n. 1164, in *Foro Amm.*, 2016, 3, 628; Cons. St. sez. VI, 28 luglio 2016, n. 3409, in *Guida al diritto*, 2016, 37, 42.

⁵³ Val la pena ricordare che a seguito delle sentenze della Corte Costituzionale (Corte Cost., 27 giugno 2012 n. 162, cit.; Corte Cost., 15 aprile 2014, n. 94, cit.), le sanzioni della Consob e della Banca d'Italia sono ritornate sotto la giurisdizione del giudice ordinario (Corte d'Appello), mentre rimangono di giurisdizione amministrativa le sanzioni delle altre Autorità Amministrative Indipendenti. Se tale distinzione può giustificare il diverso trend delle pronunce, d'altro canto ciò comporta notevole incertezza giuridica (cfr. sul punto BINDI, LUCCARELLI, PISANESCHI, *cit.*, p. 554).

CEDU, asserendo che le sanzioni siano sostanzialmente penali⁵⁴. Si noti, al riguardo, che, pur mancando una specifica pronuncia della Corte EDU, il Consiglio di Stato ha preso posizione, conformandosi al principio secondo il quale "l'idea che l'interprete non possa applicare la CEDU, se non con riferimento ai casi che siano già stati oggetto di puntuali pronunce da parte della Corte di Strasburgo" deve essere respinta⁵⁵.

4.2. Ulteriore aspetto da considerare riguarda le garanzie penalistiche⁵⁶. Come sopra affermato, una volta riconosciuta la natura penale a una sanzione formalmente amministrativa, occorre dare applicazione al sistema di garanzie previste per il diritto penale. Si ha così un'estensione delle stesse al di là dei confini formali del diritto e del processo penale, quindi del campo naturale in cui operano⁵⁷. L'applicazione dell'art. 6 sul giusto processo come conseguenza della natura afflittiva e penale della sanzione, produce pertanto conseguenze rilevanti sul procedimento amministrativo di irrogazione della sanzione, senza che lo stesso si elevi a processo⁵⁸.

Sul punto, le sanzioni in tema di *market abuse* sono state ricondotte nel c.d. nocciolo duro del diritto penale *criminal offences*⁵⁹; ne consegue che l'applicazione delle garanzie in argomento dovrebbe essere totale, senza margini di gradazione. Tuttavia, l'applicazione pratica che ne è conseguita – impostata dalla stessa

⁵⁴ BINDI, PISANESCHI, Il Consiglio di Stato annulla il regolamento sulle procedure sanzionatorie dell'Ivass. Quale è il razionale della giurisdizione ordinaria sulle sanzioni Consob e Banca D'Italia?, in Giust. amm., 6, 2019.

⁵⁵ Corte Cost., 21 marzo 2019, n.63, in *Giur. Comm.*, 2019, 5, II, 1005.

La questione, invece, non si pone per quanto riguarda le sanzioni di natura formalmente e sostanzialmente amministrativa, per le quali la giurisprudenza di legittimità ritiene non applicabili le garanzie penalistiche Cfr. Cass., 18 aprile 2018, n. 9561, in *Giust. Civ. mass.*, 2018.

⁵⁷ VIGAÑÒ, cit., p. 1791 ss.

⁵⁸ BINDI, Il Consiglio di Stato e i regolamenti sanzionatori della Consob: il primo caso di applicazione della sentenza della Corte EDU nel caso Grande Stevens c. Italia, in Giust. amm., 11, 2014

⁵⁹ BINDI, PISANESCHI, cit., p. 92 s.

pronuncia della Corte EDU – ha consentito di applicare il sistema delle *minor* offences, permettendo un ampio margine di apprezzamento da parte dell'ordinamento italiano⁶⁰.

In primo luogo, con la sentenza Grande Stevens, la Corte EDU ha rilevato una carenza di contraddittorio e di pubblicità del procedimento – in violazione dell'art. 6 CEDU – nella disciplina procedimentale contenuta nei regolamenti CONSOB n. 12697 del 2 agosto 2000 e n. 15086 del 21 giugno 2005⁶¹; vuoto non colmato nel successivo giudizio di impugnazione dinanzi la Corte di Appello⁶². In sostanza, la Corte EDU lascia all'ordinamento italiano un margine per valutare se far ricadere le garanzie nell'ambito del procedimento "amministrativo" o nel corso del processo di opposizione⁶³.

Una "compensazione", dunque, delle garanzie penalistiche, le quali possono essere attuate anche solo in fase processuale di opposizione. Tale decisione si pone, tuttavia, in aperto contrasto con analoghe pronunce della stessa Corte⁶⁴ rese nei confronti della *Commission des opérations de bourse*⁶⁵, dove un giudizio *ex post* dotato di *full jurisdiction* non è stato ritenuto sufficiente per compensare la lacuna

⁶⁰ BINDI, PISANESCHI, cit., p. 89 s.

⁶¹ In particolare, la relazione finale dell'istruttoria non era comunicata all'interessato, che non poteva proporre deduzioni né essere successivamente adito in contraddittorio.

⁶² A mente degli allora vigenti artt. 187-*septies* e 195 TUF, il giudizio di opposizione si svolgeva in camera di consiglio.

⁶³ Si tratta della teoria della continuità tra procedimento e processo, per la quale il procedimento dinnanzi all'Autorità è una prima fase dell'accertamento dell'illecito, seguita dalla fase di carattere giurisdizionale. Occorre quindi considerare il *continuum* nel suo complesso; sul punto cfr. VETTORI, *Le garanzie individuali nei confronti del potere sanzionatorio*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2020, p. 188 ss. Il Consiglio di Stato (prima della modifica della ripartizione giurisdizionale a seguito delle sentenze della Consulta) ha così ritenuto illegittimo il Regolamento Consob (Cons. St., 26 marzo 2015, n. 1596, in *Dir. Proc. Amm.*, 2016, 1, 295; Cons. St., 26 marzo 2015, n. 1595, in *Foro Amm.*, 2015, 3, 763). Per il nuovo procedimento *v. supra*.

⁶⁴ Corte EDU, 19 maggio 2009, n. 25041 (Messier c. Francia).

⁶⁵ Oggi riformata in *Autorité des Marchés Financiers*, l'ordinamento francese peraltro prevede una piena separazione fra funzioni istruttorie e decisorie, in quanto la *commission des sactions* è organo del tutto separato. Si veda anche DESANA, *Sanzioni Consob, Banca d'Italia e garanzie dell'incolpato: never ending story?*, in *Banca Impresa Società*, fasc. 2, 2019, p. 372.

procedimentale⁶⁶.

Nella stessa sentenza Grande Stevens si affronta inoltre il problema dell'applicazione del principio secondo il quale nessuno può essere giudicato o condannato due volte per il medesimo fatto (*ne bis in idem*), riconosciuto dall'art. 4, prot. 7, CEDU e – in ambito nazionale – dall'art. 649 c.p.p. Tale principio si applica quando la stessa condanna sia inflitta da due sanzioni entrambe penali, formalmente o sostanzialmente alla luce dei criteri Engel⁶⁷. La Corte censura la normativa nazionale in quanto essa viola sia il *ne bis in idem* sostanziale, consentendosi il cumulo di più sanzioni, sia il *ne bis in idem procedurale*, ovverosia la mancata previsione nel nostro ordinamento di meccanismi di interruzione del secondo procedimento, in caso di conclusione del primo con pronuncia definitiva.

Con una successiva pronuncia, si è poi affrontato il problema dell'applicazione del principio della retroattività in *mitius*, riconosciuto dall'art. 7 CEDU, come interpretato dai giudici europei⁶⁸, dall'art. 49, par. 1, TFUE, e, in ambito nazionale, dall'art. 2 c.p.⁶⁹. Con un intervento della Corte Costituzionale si è, quindi, estesa l'applicazione della retroattività in *mitius* anche alle sanzioni amministrative che abbiano natura "punitiva", come quelle previste per l'abuso di informazioni privilegiate e per la manipolazione di mercato agli artt. 187-bis e 187-

⁶

⁶⁶ Tale differenza rispetto alla pronuncia italiana è stata spiegata in dottrina come volontà della Corte EDU di procedere in maniera gradata nel nostro ordinamento cfr. BINDI-PISANESCHI, *cit.*, p. 101. ⁶⁷ Corte EDU, 15 novembre 2016, n. 24130, in *Guida al diritto*, 2018, 16, 12; la Corte EDU ha previsto che, al fine di escludere la violazione del divieto del *ne bis in idem* "si deve dimostrare che sono stati combinati in un modo integrato, tale da formare un insieme coerente. Ciò implica non solo che gli obiettivi perseguiti e i mezzi utilizzati per addivenire a tale risultato debbano essere complementari in sostanza e presentare un nesso temporale, ma anche che le eventuali conseguenze derivanti dalla regolamentazione giuridica della condotta in esame debbano essere proporzionate e prevedibili dalla persona giuridica" (A. e B. c. Norvegia).

⁶⁸ Corte EDU, 17 settembre 2009, n. 10249, in *Dir. comunitario e scambi internaz*, 2012, 4, 724 (Scoppola c. Italia).

⁶⁹ Sul punto, si rammenta che in ambito amministrativo, la successione di norme che prevedono sanzioni è retta dal diverso brocardo del tempus regit actum, per cui ai sensi dell'art. 1, co. 2, l. n. 689/1981 è preclusa l'applicazione dello ius superveniens ancorché favorevole cfr. Corte Cost., 20 luglio 2016, n. 193, in *Rivista di Diritto Internazionale*, 2016, 4, 1254; Cass., 2 marzo 2016, n. 4114, in *Ilsocietario.it*, 2016.

ter TUF⁷⁰. Eventuali deroghe devono superare un "vaglio positivo di ragionevolezza in relazione alla necessità di tutelare controinteressi di rango costituzionale"⁷¹.

5. Alla luce dei suesposti paragrafi, occorre ora dare conto della recente giurisprudenza che, in materia di *market abuse*, si è pronunciata sull'operatività del diritto al silenzio nell'ambito dell'art. 187-quinquiesdecies TUF.

Anzitutto, per comprendere la portata dell'orientamento accolto dalla giurisprudenza, pare opportuno analizzare cosa si intenda per diritto al silenzio, soffermandoci – per facilità di esposizione – sulla sua dimensione penalistica *pura*.

A livello normativo nazionale, manca una norma che espressamente riconosca il diritto al silenzio. Lo *ius tacendi* è stato, tuttavia, ricondotto ai diritti inviolabili di cui all'art. 2 Cost. da leggere in combinato con gli artt. 24 e 111 Cost.⁷²: colui che è sottoposto a procedimento penale deve intervenirvi – nel momento dell'interrogatorio – in maniera consapevole e con possibilità di autodeterminarsi anche nelle posizioni difensive. È, quindi, un corollario fondamentale dell'inviolabilità del diritto di difesa⁷³. Se a livello nazionale manca una norma di riconoscimento espresso del diritto in questione, essa è invece presente all'art. 14, par. 3, lett. g, Patto internazionale sui diritti civili e politici. Inoltre, si ritiene che il diritto al silenzio costituisce diretto precipitato della presunzione di innocenza di cui all'art. 6, par. 2, CEDU⁷⁴, rientrando così nel cuore della nozione di equo processo⁷⁵, anche per il diritto dell'Unione⁷⁶.

⁷⁰ Corte Cost., 21 marzo 2019, n.63, in *Giur. Comm.*, 2019, 5, II, 1005.

⁷¹ Corte Cost., 21 marzo 2019, n.63, *cit*.

⁷² MOSCARINI, Silenzio dell'imputato, in Enc. del diritto, III, 2010, p. 1082 ss.

⁷³ Corte Cost., 26 giugno 2002, n. 291, in *Cass. pen.*, 2002, 3434.

⁷⁴ Corte EDU, 17 dicembre 1996, n. 19187, in *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, 2006, 2, 533 (Saunders c. Regno Unito). Cass. pen., 12 febbraio 2020, n. 16036, in *Diritto & Giustizia*, 7 agosto 2020.

⁷⁵ Saunders c. Regno Unito par. 68.

⁷⁶ Così devono leggersi gli artt. 47 e 48 TUE, in virtù della clausola di omogeneità contenuta nell'articolo 52, par., TUE.

In altri termini, il diritto al silenzio – secondo il suo brocardo *nemo tenetur* se detegere – rientra nell'autodifesa del soggetto imputato e garantisce a quest'ultimo la possibilità di rifiutare di sottoporsi all'esame e, più in generale, di avvalersi della facoltà di non rispondere alle domande del giudice o dell'autorità competente per le indagini⁷⁷.

Il diritto in questione potrebbe, inoltre, essere declinato come: diritto a non essere interrogato dal giudice (*right not to be questioned*); diritto a non auto incriminarsi (*privilege against self incrimination*), valido nel corso delle deposizioni testimoniali e che consiste nel rifiuto di rilasciare dichiarazioni che potrebbero portare a una propria incriminazione⁷⁸; diritto al silenzio in senso stretto, che consente anche di serbare un silenzio parziale su alcune domande⁷⁹. La tutela del principio *nemo tenetur se detegere* è, a ogni modo, differenziata a seconda delle fasi del processo⁸⁰ e ricomprende anche informazioni su questioni di fatto che possano essere successivamente utilizzate a sostegno dell'accusa⁸¹.

Ciò posto, il riconoscimento del diritto al silenzio richiede altresì che il soggetto sia a conoscenza della facoltà di non rispondere; solo in tal modo è possibile ritenere che egli possa autodeterminarsi, scegliendo in piena libertà le risorse difensive⁸². Sul punto, l'art. 64, co. 3, c.p.p. prevede una specifica forma di

⁷⁷ Si discute se il diritto di mentire sia una forma di estrinsecazione del diritto al silenzio. *Contra* MOSCARINI, *Il silenzio dell'imputato sul fatto proprio secondo la Corte di Strasburgo e nell'esperienza italiana*, in *Riv. it. Dir e proc. Pen*, fasc. 2, 2006, p. 611 ss.; STANZIONE, *Autoincriminazione e diritto al silenzio*, Padova, CEDAM, 2017, p. 38. Secondo dottrina maggioritaria, invero, il diritto di mentire esula da una diretta tutela costituzionale. Tuttavia, potrebbe ricomprendersi all'interno della tutela apprestata dall'art. 24, co. 2, Cost allorché sia necessario e funzionale a evitare comportamenti autoaccusatori.

⁷⁸ Si atteggia quindi a deroga rispetto al dovere di verità imposto ai soggetti durante la testimonianza.

⁷⁹ STANZIONE, *cit.*, p. 37.

⁸⁰ Il modello più forte di tutela è previsto in fase dibattimentale dove, ai sensi dell'art. 208 c.p.p., l'imputato è dispensato anche dal comparire al giudice, ove non lo consenta. Sul punto v. CATALANO, *Diritto al silenzio*, right not to be questioned *e tutela della autoincriminazione note storico-comparative*, in *Cassazione penale*, fasc. 11, 2011, p. 4029.

⁸¹ Saunders c. Regno Unito, par. 71.

⁸² STANZIONE, cit., p. 61.

avvertimento, anche in merito alla facoltà di non rispondere, da esercitarsi nei confronti della persona sottoposta alle indagini, prima che abbia inizio l'interrogatorio.

Una volta esercitata la facoltà riconosciuta dal principio *nemo tenetur se detegere*, occorre domandarsi ove il contegno tenuto dall'imputato possa essere posto a fondamento di una pronuncia di condanna da parte del giudice. Ancorché evidente, si precisa che il silenzio non può in alcun modo essere considerato alla stregua di una tacita confessione di colpevolezza. Tuttavia, tale contegno potrebbe essere utilizzato dal giudice come un riscontro negativo o argomento di prova⁸³, purché – tenuto conto dell'insieme delle circostanze – non si attui una sostanziale violazione del diritto al silenzio⁸⁴. Le norme sopra menzionate che riconoscono direttamente o indirettamente il diritto al silenzio, infatti, tacciono sul punto, consentendo di ritenere che il silenzio serbato dall'imputato non sia del tutto irrilevante per il giudice di merito⁸⁵.

La Corte EDU ha inoltre precisato che la portata del diritto al silenzio non possa essere limitata ponderandola con un interesse di natura pubblica⁸⁶.

Infine, per evitare un aggiramento della tutela del diritto in questione, se durante l'audizione di un soggetto sentito come testimone o come persona informata sui fatti emergano indizi di reità a suo carico, a mente dell'art. 63 cpp, l'autorità giudiziaria deve interrompere l'audizione⁸⁷. Le dichiarazioni eventualmente rese non potranno essere comunque utilizzate contro il dichiarante.

⁸³ Cass. pen,. 9 febbraio 1996, n. 3241, in *Cass. pen*,. 1997, 1078; Cass. pen., 12 febbraio 2020, n. 16036, in *Diritto & Giustizia*, 7 agosto 2020.

⁸⁴ Corte EDU, 8 febbraio 1996, n.18731, in *Diritti dell'uomo e libertà fondamentali*, 2006, 02, 430 (Murray c. Regno Unito, par. 47).

⁸⁵ Murray c. Regno Unito.

⁸⁶ Saunders c. Regno Unito, par. 74.

⁸⁷ Sull'applicazione restrittiva data invece all'art. 220 disp. att. c.p.p. cfr. LOGLI, *Poteri istruttori della Consob e* nemo tenetur se detegere, in *Giur. comm.*, fasc. 2, 2020, p. 230 ss.; Corte Cost., 31 maggio 1996, n.186, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 1996, 1052.

5.1. La questione dell'operatività del diritto al silenzio per le sanzioni in tema di *market abuse* si è posta in esito a un procedimento sanzionatorio che aveva portato all'irrogazione di una sanzione ai sensi dell'art. 187-quinquiesdecies TUF ("Tutela dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob)⁸⁸. La norma, in particolare, prevede che "fuori dai casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile, è punito ai sensi del presente articolo chiunque non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob, ovvero non coopera con le medesime autorità al fine dell'espletamento delle relative funzioni di vigilanza, ovvero ritarda l'esercizio delle stesse".

Durante il successivo procedimento di impugnazione, la Corte di Cassazione⁸⁹ ha sollevato questione di legittimità costituzionale della disposizione normativa in argomento nella parte in cui sanziona la mancata ottemperanza alle richieste della Consob, ovvero la causazione di un ritardo nell'esercizio delle sue funzioni, "anche nei confronti di colui al quale la medesima Consob, nell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza, contesti un abuso di informazioni privilegiate". Nella specie, la Corte di Cassazione ha evidenziato una violazione del diritto al silenzio in contrasto con gli artt. 24, 111 e 117, primo comma, Cost., quest'ultimo in relazione all'art. 6 CEDU e all'art. 14, comma 3, lettera g), del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici, nonché con gli artt. 11 e 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 47 TFUE⁹⁰.

Presupposto di partenza degli argomenti della Suprema Corte è la

208

⁸⁸ Nel caso di specie, con delibera n. 18199 del 2012 la Consob ha irrogato sanzioni per infrazioni legate a attività di *insider trading* e una sanzione pecuniaria per l'infrazione *ex* art. 187-*quinquiesdecies* TUF per avere il soggetto rinviato più volte la data di audizione e per essersi poi rifiutato di rispondere alle domande. Per un commento sulle sentenze che saranno esaminate nel presente paragrafo si veda BINDI, *Diritto fondamentale al silenzio e poteri d'indagine di Banca d'Italia e Consob*, in *Giur. Cost.*, fasc. 2, 2021, p. 1048 ss.

⁸⁹ Cass., 16 febbraio 2018, n. 3831, in Giustizia Civile Massimario, 2018.

⁹⁰ Cass., 16 febbraio 2018, n. 3831, cit.

circostanza che la sanzione discussa (*insider trading*) abbia natura sostanzialmente punitiva e dovrebbe di tal ché prevedere le garanzie inerenti al diritto di difesa dei procedimenti penali, tra le quali il "diritto di non collaborare alla propria incolpazione". Tale diritto dovrebbe essere riconosciuto a colui che è sottoposto a un'indagine potenzialmente funzionale all'irrogazione della sanzione.

Con susseguente ordinanza di rinvio la Corte Costituzionale⁹¹ – considerato che la disposizione in argomento è stata introdotta nell'ordinamento in ottemperanza di uno specifico obbligo imposto dalla normativa europea – ha sottoposto in via pregiudiziale le suddette questioni alla Corte di giustizia dell'Unione europea.

La Corte di Giustizia dell'Unione Europea⁹² ha, quindi, affermato che il diritto al silenzio deve essere rispettato nell'ambito delle procedure di accertamento di illeciti amministrativi, suscettibili di sanzioni amministrative di carattere penale come nel caso di specie. La normativa europea, d'altronde, si presterebbe a un'interpretazione conforme ai diritti fondamentali⁹³, in quanto non imporrebbe che "una persona fisica venga sanzionata per il suo rifiuto di fornire all'autorità competente risposte da cui potrebbe emergere la sua responsabilità"⁹⁴. Spetta poi agli Stati membri, nell'utilizzo del loro potere discrezionale, assicurare che l'Autorità non sanzioni una persona fisica per il suo rifiuto di fornire risposte da

⁹¹ Corte Cost., 10 maggio 2019, n. 117, in *Giur. Cost.* 2019, 3, 1403. L'ordinanza accenna altresì alla possibilità che l'Autorità amministrativa informi il pubblico ministero di eventuali notizie di reato di cui viene a conoscenza durante la sua attività di vigilanza (art. 187-*decies* TUF). "Per quanto nell'ordinamento italiano non sia consentito utilizzare nel processo penale le dichiarazioni rese all'autorità amministrativa senza le garanzie del diritto di difesa, tra cui segnatamente l'avvertimento circa la facoltà di non rispondere, è ben possibile che tali dichiarazioni - ottenute dall'autorità amministrativa mediante la minaccia di sanzione per il caso di mancata cooperazione - possano in concreto fornire all'autorità stessa informazioni essenziali in vista dell'acquisizione di ulteriori elementi di prova della condotta illecita, destinati a essere utilizzati anche nel successivo processo penale contro l'autore della condotta".

⁹² Corte giustizia UE, 2 febbraio 2021, n.481, in *Guida al diritto*, 2021, 9 (D.B. c. Consob).

⁹³ Cfr. considerando 44 Direttiva 2003/6/CE e il considerando 77 Regolamento(UE) n. 596/2014 per i quali le disposizioni rispettano i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

⁹⁴ D.B. c. Consob, par. 55.

cui potrebbe emergere una responsabilità, in violazione del diritto al silenzio⁹⁵.

Il diritto risulta violato, segnatamente, in una situazione in cui "un sospetto, minacciato di sanzioni per il caso di mancata deposizione, o depone o viene punito per essersi rifiutato di deporre"⁹⁶ e "non può ragionevolmente essere limitato alle confessioni di illeciti o alle osservazioni che chiamino direttamente in causa la persona interrogata, bensì comprende anche le informazioni su questioni di fatto che possano essere successivamente utilizzate a sostegno dell'accusa ed avere così un impatto sulla condanna o sulla sanzione inflitta a tale persona"⁹⁷.

A ogni modo, l'operatività del diritto in questione "non può giustificare qualsiasi omessa collaborazione con le autorità competenti, qual è il caso di un rifiuto di presentarsi ad un'audizione prevista da tali autorità o di manovre dilatorie miranti a rinviare lo svolgimento dell'audizione stessa"98.

La Corte Costituzionale ha, pertanto, dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-quinquiesdecies TUF anche nella versione successiva rispetto a quella vigente al momento del fatto oggetto di causa⁹⁹, lasciando al "legislatore la più precisa declinazione delle ulteriori modalità di tutela di tale diritto - non necessariamente coincidenti con quelle che vigono nell'ambito del procedimento e del processo penale - rispetto alle attività istituzionali della Banca d'Italia e della Consob, in modo da meglio calibrare tale tutela rispetto alle specificità dei procedimenti che di volta in volta vengono in considerazione, nel rispetto dei principi discendenti dalla Costituzione, dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e dal diritto dell'Unione europea"100.

⁹⁵ D.B. c. Consob, par. 57.

⁹⁶ D.B. c. Consob, par. 39.

⁹⁷ D.B. c. Consob, par. 40.

⁹⁸ D.B. c. Consob, par. 41.

⁹⁹ Corte Cost., 30 aprile 2021, n. 84, in *Foro it*. 2021, 7-08, I, 2279.

¹⁰⁰ Corte Cost., 30 aprile 2021, n. 84, *cit*.

5.2. Diversi sono i profili di attenzione che emergono, ad avviso della scrivente, da una lettura dei suddetti provvedimenti concernenti l'operatività del diritto al silenzio in tema di sanzioni *market abuse*.

In primo luogo, un punto di rilievo potrebbe essere ascritto all'individuazione dei limiti del diritto al silenzio, in modo da evitare che esso si tramuti in un ostacolo alla vigilanza¹⁰¹. Si è già evidenziato che il procedimento sanzionatorio risulta fondamentale proprio per garantire l'effettività dell'attività di vigilanza e di regolamentazione. Gli stessi Giudici ritengono, quale limite all'invocazione del diritto al silenzio, che esso non possa giustificare qualsiasi omessa collaborazione. Tuttavia, salvo il rifiuto di presentarsi a un'audizione o manovre dilatorie, non è semplice comprendere cosa si intenda per "omessa collaborazione". La stessa non deve poi sovrapporsi con il reato di cui all'art. 2638 c.c.¹⁰², che esula dall'applicazione dell'art. 187-quinquiesdecies TUF.

Sul punto, i Giudici non indicano in che modo il diritto al silenzio debba trovare applicazione, rinviando – in maniera condivisibile – tale compito al legislatore. La normativa in proposito potrà, inoltre, essere non necessariamente coincidente con quella che vige nell'ambito del procedimento e del processo penale.

Per una tutela uniforme tra gli Stati Membri, si dovrebbe ritenere che sede adeguata di una previsione di tal guisa sia la normativa europea. Tuttavia, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, con la sentenza poc'anzi esaminata¹⁰³, ritiene che tale compito sia da attribuire – almeno sotto la vigente disciplina – agli Stati

¹⁰¹ Occorre, al riguardo, evidenziare il rischio di una eccessiva dilatazione dello *ius tacendi*, considerato che, come affermato dalla Corte Costituzionale, il diritto al silenzio "deve potersi necessariamente esplicare anche in una fase antecedente alla instaurazione del procedimento sanzionatorio, e in particolare durante l'attività di vigilanza svolta dall'autorità, al fine di scoprire eventuali illeciti e di individuarne i responsabili" (Corte Cost., 30 aprile 2021, n. 84, *cit.*).

¹⁰² Per approfondimenti sull'art. 2638 c.c. e anche sull'operatività del diritto al silenzio per tale reato si rinvia a CORNACCHIA, *Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in *Giur. Comm.*, fasc. 1, 2017, p. 69 ss.

¹⁰³ D.B. c. Consob, par. 57.

membri e al loro esercizio discrezionale. Nondimeno, tenuto conto che il diritto al silenzio non risulta ben definito dalla giurisprudenza¹⁰⁴, vi sarebbe il rischio che gli Stati Membri declinino tale garanzia differentemente, con la conseguenza che si realizzerebbe una sorta di arbitraggio delle garanzie.

In assenza di una norma che disponga come debba applicarsi la garanzia in questione, risulta in definitiva sfumato il confine tra esercizio del diritto al silenzio e omessa collaborazione alle attività di vigilanza¹⁰⁵.

Ciò posto, ulteriori spunti di riflessione possono essere ricavati da una significativa pronuncia intervenuta in un caso riguardante sanzioni anticoncorrenziali, in cui la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha affermato che quando il quesito è considerato puramente fattuale o di mero fatto l'impresa non può invocare il diritto al silenzio, potendo peraltro la stessa – nel successivo giudizio di impugnazione – dimostrare che i fatti esposti nelle sue risposte hanno un significato diverso da quello considerato dalla Commissione¹⁰⁶. Diversamente, ciò "costituirebbe un ostacolo ingiustificato allo svolgimento da parte della Commissione del compito affidatole di vigilare sul rispetto delle regole di concorrenza nel mercato interno" 107. La Corte di Giustizia, nel caso DB c. Consob, ha, invece, ritenuto di discostarsi da tale pronuncia, richiamata nelle memorie difensive dall'Avvocatura di Stato, in quanto essa non può utilizzarsi per analogia a sanzioni irrogate nei confronti di persone fisiche 108.

Ebbene, non si coglie come – in caso di materia anticoncorrenziale – l'effettività dell'azione di vigilanza imponga di procedere a una ponderazione del

¹⁰⁴ Come appena visto, la Corte Costituzionale con la sentenza n. 84/2021 consente a una delineazione del diritto in questione diversa rispetto a quella penale.

¹⁰⁵ Sul punto si veda VETTORI, cit., p. 204, secondo la quale "si rischia di depotenziare uno degli strumenti su cui si basa l'attività conoscitiva dell'Autorità".

¹⁰⁶ Corte giustizia UE, 18 ottobre 1989, n. 374, in *Riv. dir. internaz.* 1990, 707 (Orkem c. Commissione).

¹⁰⁷ Conclusioni dell'Avvocato Generale presentate il 27 ottobre 2020, Causa C-481/19 (D.B. c. Consob, par. 91).

¹⁰⁸ D.B. c. Consob par. 48.

diritto al silenzio, sacrificandolo in caso di domande puramente fattuali¹⁰⁹, mentre nella materia di *market abuse* non si possa invocare tale distinzione. Eppure, le statuizioni della sentenza *Jussila* e la stessa pronuncia Grande Stevens – che consente di compensare eventuali lacune in sede di impugnazione (v. *supra*) – avrebbero potuto comportare l'estensione del suddetto principio già con le pronunce sopra esaminate, a favore di una maggiore effettività dell'azione di vigilanza svolta dalle Autorità.

6. Alla luce di quanto sopra rappresentato, si ritiene che i tempi siano maturi per garantire una coerenza tra forma e sostanza. Ad avviso della scrivente, spetterebbe al legislatore europeo riformare le disposizioni sanzionatorie contenute nel MAR – allo stato le uniche in materia riconosciute con natura penale – per allinearle agli esiti della giurisprudenza. Il motivo per cui non si ritiene adeguato un rinvio agli Stati membri o alle stesse Autorità di vigilanza, è da rinvenire nella circostanza che – in assenza di un quadro regolatorio uniforme o sufficientemente armonizzato – si rischierebbe di avere un'applicazione delle garanzie a favore degli interessati differente a seconda dell'ordinamento.

Diversi, infine, rimangono i temi aperti, riguardanti – in generale – quali garanzie siano suscettibili di estensione¹¹⁰. La dottrina maggioritaria sembrerebbe propendere per un'estensione *tout court* delle garanzie a favore dell'"imputato"¹¹¹, ma non mancano opinioni di fonte autorevole di segno

¹⁰⁹ Al riguardo, si noti un ulteriore contrasto con quella pronuncia che non consente di limitare il diritto al silenzio in forza di interessi di natura pubblica (Saunders c. Regno Unito, par. 74).

sul punto si è registrata una progressiva estensione delle garanzie applicabili alle sanzioni formalmente amministrative ma sostanzialmente penali. In un primo momento, invero, la giurisprudenza ha ritenuto che potessero estendersi solamente le garanzie riconosciute dalla CEDU, non anche quelle costituzionali, restando per queste ultime un margine di apprezzamento da parte dell'ordinamento (cfr. Corte Cost, 24 febbraio 2017, n. 43, in *Rivista Dir. Intern.*, 2017, 3, 928). Tale modello teorico dualista è stato modificato a favore di un modello più integrato delle garanzie a partire della sentenza della Corte Cost., 21 marzo 2019, n. 63, *cit*.

¹¹¹ VIGANÒ, *cit.*, p. 1175 ss.

contrario¹¹². Gli stessi contrasti tra le pronunce europee non rendono peraltro agevole il lavoro dell'interprete.

Ne emerge, in conclusione, il rischio di un proliferare di ricorsi di impugnazione avverso i provvedimenti sanzionatori emessi dalle Autorità di Vigilanza¹¹³.

Camilla Ruperto

-

¹¹² Per una panoramica sulla dottrina si veda MASERA, *cit.*, p. 164 ss.

¹¹³ DESANA, *cit.*, p. 367 ss.

LA FINANZA SOSTENIBILE*

(The Sustainable Finance)

ABSTRACT: What kind of business/company do we want? What are the aspects to consider in order to have sustainable finance and sustainable development?

Today, among the goals that a company sets itself, one cannot ignore the aspect of social responsibility: the creation of value must affect, in addition to the shareholders, all the stakeholders of the company, that is, all those who have an interest in it: workers, consumers, State, suppliers, external environment etc. As a consequence, the creation of value is achieved not only in the trend of the price of the share, but also in the series of activities carried out by the company such as the protection of workers and the respect of "adequate" working conditions, the protection of the environment, air and water. In fact, the notion of sustainability (and of the acronym ESG) is a multiform concept, it is divided into three macro categories: environment, social and governance, which although theoretically they are three distinct elements that are closely linked. Today, the necessary strategic choice is to develop the green sector, which means not just focusing on renewable energy, but reorienting the whole economy. The fight against climate change and the drive towards the circular economy will be two decisive elements in guiding and shaping future development. We can therefore say that sustainable development is a very difficult challenge to overcome, but not impossible. It is evident that world meetings such as local Agenda 21, trade and fair finance, popular initiatives of political pressure, have introduced the modern "eco-ethical" element in economy and politics: It is a matter of considering our behavior not only in terms of personal and immediate profit, but also in terms of the consequences it will bring to the world around us. From a regulatory point of view, a relevant support has been

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

determined by EU regulation 2020/852 that has introduced in the European regulatory system the taxonomy of eco-friendly economic activities, as well as by regulation 2019/2088, which has played an important role in transparency about sustainability in the financial services sector. Finally, it is of great effect and a historic step forward towards the recognition of environmental protection as fundamental principles set out in the Constitution, the amendment of the Italian Constitutional Charter, to articles 9 and 41, including the principles of protection of the environment, biodiversity, animals and ecosystems, also in the interests of future generations. However, it is clear that common definitions and technical screening criteria will have to be developed in a malleable framework with sufficient flexibility to align with future technological advances, thus allowing the achievement of concrete sustainability objectives.

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. Economia innovatrice e i rischi globali – 2.1. Il ruolo dell'Unione Europea – 3. Sostenibilità nei mercati finanziari – 3.1. Green washing – 4. Lo sviluppo sostenibile e la normativa di supporto – 4.1. Regolamento (UE) 2019/2088 – 4.2. Regolamento (UE) 2020/852 - 5. Considerazioni conclusive.

1. Lo scopo principale di un'impresa è di generare valore per i suoi azionisti. Gli azionisti possiedono le azioni dell'impresa e la loro ricchezza è rappresentata dal valore delle azioni in possesso per il prezzo delle azioni stesse. L'andamento del prezzo, dunque, esprime il successo o l'insuccesso delle strategie d'investimento, di finanziamento e di gestione che il management dell'impresa mette in atto.

Accanto a questo *goal* non si può ignorare l'aspetto della responsabilità sociale: la creazione di valore deve interessare, oltre gli azionisti, tutti gli stakeholder dell'impresa, cioè tutti quelli che hanno un interesse in essa: i lavoratori, i consumatori, lo Stato, i fornitori, l'ambiente esterno ecc. Infatti, la

creazione di valore si consegue non solo nell'andamento del prezzo dell'azione, ma anche nella serie d'attività realizzate dall'impresa quali la protezione dei lavoratori e il rispetto di condizioni di lavoro "adeguate", l'assunzione e coinvolgimento di lavoratori di età appropriata, il supporto della crescita e della diffusione del knowhow, la protezione dell'ambiente, dell'aria, dell'acqua. Da questa breve premessa, è possibile collegarsi al concetto di sostenibilità e dell'acronimo ESG. La nozione stessa di sostenibilità è un concetto multiforme, in quanto si declina in tre macrocategorie: ambiente (enviromental), sociale (social) e governance, che seppur in linea teorica sono tre elementi distinti, in realtà sono strettamente collegati, come si è potuto notare, seppur analiticamente, dalla creazione di valore e della conseguente responsabilità sociale in ambito d'impresa.

La chiusura di ogni ciclo economico presuppone l'atto di acquisto, è quindi l'intervento del consumatore che invera la circolarità. In una società in cui il livello di istruzione, l'accesso all'informazione e l'alfabetizzazione digitale crescono, il consumatore, da semplice recettore di prodotti, diventa progressivamente un soggetto più attivo. L'attivismo può realizzarsi sia nella co-costruzione di servizi e prodotti, sia nell'espressione di scelte consapevoli. Fra queste ultime particolare interesse rivestono quelle ad alto contenuto estivo, espressione di una responsabilità verso la società e verso l'ambiente. Ed è interessante notare come la responsabilità verso l'ambiente abbia spesso determinato innovazioni importanti nei comportamenti sociali. Riuso, riciclo, raccolta differenziata dei rifiuti, attenzione all'agricoltura biologica ecc. sono tutte scelte inizialmente introdotte da piccoli gruppi di consumatori innovatori e poi divenute pratiche diffuse o addirittura pratiche recepite e normate dall'ente pubblico. La funzione innovatrice e pedagogica del consumo è quindi un motore importante del mutamento.

Negli ultimi decenni sicuramente è aumentata la sensibilità dei consumatori riguardo al problema dell'ecosostenibilità. In commercio troviamo sempre con più

frequenza articoli ecosostenibili che rispettano l'ambiente. Però in alcune circostanze "ecosostenibilità" è un miraggio ed usata solo per attirare quella fetta di mercato ambientalista. Questo fenomeno, sempre più diffuso tra le imprese, è stato definito *greenwashing* ed è una strategia perseguita dalle imprese che si presentano sul mercato come ecosostenibili, cercando di occultare l'impatto ambientale negativo. La comunità Europa è intervenuta più volte sul tema, a riguardo preme sin da subito evidenziare il regolamento UE 2088/2019 in materia di trasparenza sulla sostenibilità degli investimenti nel settore finanziario e il regolamento UE 2020/852 con il quale, tra le altre cose, si predispongono degli strumenti al fine di bloccare e limitare tale fenomeno.

2. Guardare con occhio interdisciplinare, la situazione planetaria è preoccupante da ciascuno dei tre punti di vista presi in considerazione: economico, ecologico e sociale.

Da un punto di vista ecologico il modello di sviluppo seguito finora ha portato al superamento di limiti invalicabili per il pianeta (perdita di diversità biologica, superamento del livello dell'azoto, perdita della stabilità climatica), mentre altri limiti sono a rischio, ma il fatto più preoccupante è la constatazione che ciascun settore ecologico, retroagendo verso gli altri in modo sistematico, disegna scenari imprevedibili per il futuro. In questo modo il superamento di un limite, quale aumento di temperatura massimo tollerabile, produrrà danni per un lungo periodo, anche successivamente alla cessazione di ogni comportamento negativo. Con una popolazione che punta a 9 miliardi di individui e una crescita economica possibile del 2% annuo. Il pianeta nel 2050 è a fortissimo rischio di instabilità ecologica.

Da un punto di vista sociale il fordismo e le fasi capitalistiche successive non hanno risolto in alcun modo il problema della povertà e della disuguaglianza globale: oggi ancora 2,1 miliardi di persone non guadagnano più di 3,10 dollari al giorno¹ e la differenza di reddito tra la parte più ricca dell'umanità e la parte più povera continua a crescere, con 62 persone che possiedono una ricchezza pari a quella dei 3,6 miliardi di individui meno abbienti del pianeta².

Ma la diseguaglianza non è solo un problema etico: dal 2008 si è dimostrata un gravissimo problema economico, mettendo in crisi l'intero meccanismo mondiale e creando livelli di disoccupazione (soprattutto giovanile) insostenibile. Per alcuni lustri la finanza era riuscita a creare mezzi sofisticati per evitare che il meccanismo si inceppasse, ma quando il mercato finanziario è arrivato a valere 40 volte la ricchezza reale il gioco si è rotto. Osservato nel suo complesso, l'attuale paradigma socioeconomico mondiale assomiglia a una grande economia del risucchio: un triplo vortice che da un lato aspira ricchezza dal 99% dell'umanità verso l'1% e dall'altro espelle scarti sotto forma di nuovi disoccupati e di inquinanti. Una concentrazione dei vantaggi in pochissime mani e l'esternalizzazione dei danni.

Per rispondere a una crisi ecologica, economica, finanziaria e sociale della portata descritta finora, occorre partire da un'analisi che integri questi aspetti e faccia parlare tra loro due mondi finora separati, come quello degli ecologisti e quello degli economisti.

L'economia pubblica e l'economia industriale sono infatti la chiave di volta per lanciare un nuovo modello di sviluppo che sia guidato dall'attenzione ai limiti ecologici e indirizzato verso il rilancio dell'occupazione e dell'equità. Se un futuro sostenibile significa ridurre le emissioni a 6 grammi di carbonio per dollaro prodotto e ridurre gli impianti ambientali di un fattore 3 (un terzo delle automobili, o automobili che consumino e inquinino tre volte di meno), un'industria innovativa può raccogliere questa sfida, così come può agire efficacemente sull'altra grande

¹ Reperibile su www.worldbank.org

² Reperibile su www.oxfam.org

precondizione per un'effettiva sostenibilità ambientale³.

Da un punto di vista ambientale non è possibile pensare che grazie alla tecnologia i diversi tipi di "capitale" (finanziario, industriale, infrastrutturale, materiale, naturale e umano) siano tutti pienamente intercambiabili: sicuramente la plastica in molte occasioni può sostituire il legno, le macchine possono soppiantare molti lavori umani, ma non è possibile sostituire grazie alla tecnologia alcune funzioni fondamentali svolte dagli ecosistemi quali per esempio l'impollinazione delle piante e la creazione di nuovo suolo fertile. Per realizzare un cambiamento in direzione della *green economy* occorre costruire uno stato capace di far fronte a due problemi fondamentali.

Il primo è l'eccessiva finanziarizzazione delle imprese, spesso più impegnate in attività di *free-riding* che in attività di ricerca e sviluppo. Questo fatto comporta che parecchie società spendano molto più tempo ed energia a ricomprare le proprie quote azionarie per far salire il valore delle *stock options* e i guadagni di chi detiene le azioni, piuttosto che investire in ricerca. Ciò accade sia nel settore dell'informatica Technologies (IT) sia in altri ambiti.

Il secondo problema è che oggi abbiamo stati e governi privi del coraggio necessario a rifare ciò che è stato fatto in passato: creare uno stato realmente innovatore. Il punto da cui partire è quindi l'obiettivo: qual è il tipo di impresa che vogliamo?

Lo stato non dovrebbe essere solo un soggetto che si limita a correggere i fallimenti del mercato, intervenendo per supplire a mancanza di investimenti privati. Questa funzione rimane molto importante. Ma oltre a tutto ciò, lo stato deve giocare un ruolo anche nella creazione del mercato. Nelle grandi storie di successo emerge un impegno pubblico molto attivo su tutta la catena della ricerca, non solo su quella di base.

³ Cfr. CIPRIANI, G. (2013). *Il rischio nella società sociologica contemporanea: Ziygmunt Bauman, Niklas Luman e Ulrich Beck.* edizioni simple.

Per sviluppare una *green economy* oggi uno stato non può limitarsi a intervenire sui fallimenti del mercato, attraverso per esempio l'imposizione di una *carbon tax*. Deve fare scelte strategiche, *mission oriented*. Oggi la scelta strategica necessaria è sviluppare il settore green, il che non significa concentrarsi solo sull'energia rinnovabile, bensì riorientare tutta l'economia. La *green economy* potrebbe essere la nuova direzione per arrivare al pieno dispiegamento delle potenzialità del digitale⁴.

La lotta ai cambiamenti climatici e la spinta verso l'economia circolare saranno due elementi determinanti nell'orientare e modellare lo sviluppo futuro. La sfida climatica ha visto risposte diversificate nel tempo, passando dal Protocollo di Kyoto per arrivare al deciso salto di qualità dell'accordo di Parigi con la previsione di una totale decarbonizzazione delle economie. La maggior parte dei paesi ha già definito i propri obiettivi di contenimento delle emissioni. Questi, peraltro, dovranno essere progressivamente innalzati per evitare le conseguenze catastrofiche che si avrebbero superando di 2 C le temperature preindustriali e si dovranno prevedere tagli ancor più radicali in vista dell'obiettivo di 1,5 °C.

Vediamo di tradurre il risultato di Parigi nel contesto Europeo. La Ue si era presentata alla COP21 con l'impegno di ridurre del 40% le emissioni dei gas climalteranti al 2030 rispetto al 1990. Per essere coerenti con gli scenari di 2 o 1,5 °C, il taglio dovrebbe passare al 45% o al 60%. Risultati così ambiziosi saranno raggiungibili attraverso politiche climatiche molto aggressive accompagnate da un'accelerazione dei modelli di economia circolare⁵. Sono diversi gli avvenimenti che segnalano l'accelerazione in atto della transizione energetica.

Il primo riguarda il calo dei consumi di carbone, responsabile di poco meno della metà delle emissioni mondiali fossili di CO2. Negli ultimi due anni queste si

⁴ Cfr. DONATI, M. *Ambiente e Sviluppo Economico* - disponibile su www.centroeticambientale.org. ⁵ Cfr. PELLEGRINO, G., & CARAMANTI, C. (2012). *Etica del cambiamento climatico*. Manuale di etica ambientale, p. 107-142.

sono infatti ridotte del 6% in Cina e del 13% negli Stati Uniti.

Un secondo settore che segnala la rapidità dei cambiamenti in atto è quello delle rinnovabili che nell'ultimo quinquennio hanno visto investimenti nella generazione elettrica doppi rispetto al quelli destinati alle centrali termoelettriche.

Per finire, va sottolineato il cambio di atteggiamento di un settore decisivo come quello finanziario. Diverse istituzioni, fondi e banche stanno infatti trasferendo colossali risorse dal mondo dei combustibili fossili a quello delle tecnologie verdi. Così la World Bank ha deciso di destinare il 28% dei propri fondi a interventi climatici. Ancora più drastica la posizione della banca statunitense JP Morgan Chase che non intende più finanziare miniere o centrali a carbone nei paesi OECD, progetti che vengono accomunati al lavoro minorile tra le "transizioni proibite".

È noto che le politiche internazionali hanno incentrato la propria attenzione sulla ricerca dei necessari equilibri che, in campo finanziario, devono caratterizzare le scelte di un governo multinazionale⁶.

Particolare attenzione è stata, quindi, dedicata alle attività degli appartenenti al settore, cercando di pervenire ad un sistema disciplinare in grado di reggere l'impatto della globalizzazione e, dunque, di sostenere un'operatività che si contraddistingue per l'incremento dei volumi e l'applicazione di tecniche particolarmente sofisticate.

La questione ambientale, in tale contesto, ha finito con l'essere percepita essenzialmente come fattore di rallentamento della crescita economica.

Si comprende la ragione per cui la globalizzazione viene inclusa tra le cause che incidono su tale realtà; essa accentua, infatti, la fenomenologia in parola, stante l'incessante spinta verso livelli crescenti di produttività, che spesso sono conseguiti nella più assoluta incuranza dei relativi effetti sul grado di saturazione da

⁶ Cfr. AMATO, G. (2009). Governare l'economia globale nella crisi e oltre la crisi, p. 1-335.

inquinamento.

Risulta evidente, allora, il rilievo che ai fini di uno sviluppo sostenibile denota l'avvio di innovative forme di cooperazione internazionale, nelle quali siano poste le basi per la concreta intrapresa di un'azione virtuosa volta a salvaguardare esigenze che sono comunemente avvertite. È in questa direzione che la politica sembra orientata a muoversi.

Al presente, purtroppo, la limitata fiducia nell'efficacia di accordi scarsamente vincolanti a causa della mancanza di sanzioni realmente comminabili, unitamente ai rischi di una tecnologia che diviene sempre più invasiva, sembrano allontanare, sul piano delle concretezze, l'obiettivo della compatibilità, di un equilibrio ecologico che appare in grado di ricondurre in una "casa comune" di benessere e socialità condivisa tutte le popolazioni del globo.

Le linee guida sugli aiuti di stato per la tutela dell'ambiente, a seguito di consultazione, sono state definite dalla commissione nel gennaio 2008, previa individuazione delle condizioni che gli stati membri sono tenuti ad osservare nell'assegnazione di tali aiuti al fine di porre rimedio alle forme operative del mercato responsabili di un livello non ottimale di tutela ambientale.

La riferibilità all'utilizzo di alcuni istituti fiscali per la salvaguardia dell'ambiente completa il quadro delle tipologie di aiuto in esame⁷, ferma la possibilità di collisione tra ordinamento nazionale e comunitario. Tali orientamenti, da annoverare nell'ambito della soft law, identificano una forma disciplinare capace d'incidere notevolmente sulle normative nazionali in sede di recepimento delle politiche economiche comunitarie e, più in particolare, di specificazione dei processi produttivi.

La portata innovativa di tali misure a favore dell'ambiente si completa avendo riguardo alle disposizioni di cui al regolamento n. 800/2008 della

⁷ Cfr. VERRIGNI, *Tributi di scopo, tutela ambientale e divieto di esecuzione degli aiuti di Stato*, in Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze, 2006, p.15.

Commissione, che ha dichiarato alcune categorie di aiuti compatibili con i principi ordinatori del mercato comune fissati negli art. 87 e 88 del trattato CE. Può dirsi, quindi, di essere in presenza di una regolazione tendenzialmente volta a realizzare un giusto equilibrio tra politica della concorrenza e politica ambientale⁸.

2.1 Nel contesto degli interventi volti a definire le strategie per uno sviluppo sostenibile, significativo è stato il ruolo svolto dalla Comunità Europea. Questa ultima si è posta, infatti, al centro di iniziative che hanno trovato estrinsecazione in significative comunicazioni della Commissione che nel 2006 ha adottato un documento che indica la via da percorrere per attuare modelli di produzione e consumo in grado di salvaguardare l'ambiente ed assicurare una crescita rispettosa di quest'ultimo. La comunità appare, dunque, pienamente consapevole del fatto che un sistema improntato all'equità ed alla coesione sociale deve operare in modo che la necessità di soddisfare i bisogni dell'attuale generazione venga realizzata senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i loro.

Il riscontro di difformità, tra i vari stati membri, ha legittimato la previsione di un'armonizzazione finalizzata all'obiettivo di eliminare le discriminazioni, uniformare il mercato, elevare il livello di tutela dell'ambiente⁹. Non a caso l'introduzione nel trattato CE di uno specifico titolo a riguardo, avvenuta dopo l'adozione dell'Atto unico europeo, si è posta a fondamento di successivi interventi nei quali il riferimento alla tutela ambientale costituisce una costante; non si perviene, tuttavia, all'espresso riconoscimento di un diritto soggettivo alla qualità dell'ambiente in capo ai cittadini europei.

Il Consiglio, pur considerando le proposte relative all'efficienza energetica come strumenti alla realizzazione di un mercato più solidale e responsabile, non ne

⁸ Cfr. CAVALLARO, *Il principio d'integrazione come strumento di tutela dell'ambiente*, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 2007, p 469.

⁹ Cfr. RENNA, M. (2009). Ambiente e territorio nell'ordinamento europeo.

propone tuttavia l'adozione in modalità che consentano di ravvisare in detta finalità uno dei percorsi prioritari da seguire per fuoriuscire dalla crisi. La peculiarità di tale orientamento dà adito ad una delusione per chi attendeva un intervento della Comunità volto a tradurre in termini di effettività operatività i valori ambientali che da tempo sembrano acquisiti al patrimonio giuridico e culturale dell'ordinamento europeo.¹⁰

A livello globale, l'approccio normativo dei vari stati a questo cambiamento portato dalla finanza sostenibile è stato, e rimane molto diverso. Abbiamo principalmente due tipologie di risposte: quella denominata americana e l'altra denominata europea.

Questi due approcci nazionali, pure essendo diversi nelle strategie e nell'accortezza adoperata, adottano come punto di riferimento le raccomandazioni del TCFD (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*). Queste raccomandazioni, di uno degli enti più importanti all'interno del settore, non sono vincolanti; ma sono raccomandazioni rivolte agli operatori finanziari per diminuire la possibilità di realizzazione dei rischi connessi al cambiamento climatico e per stare in sintonia con quella che è una direzione del mercato.

I rischi connessi al cambiamento climatico si suddividono principalmente in due categorie: rischi di transizione e rischi fisici. I primi sono rischi connessi al business o agli asset, e nascono da azioni politiche, legali, cambiamenti tecnologici e di mercato che possono intaccare le performance di un soggetto durante la transizione ad una *lower carbon economy*. I secondi invece sono dei veri e propri danni dovuti dal cambiamento climatico. Sono rischi già successi o che probabilmente si manifesteranno negli anni futuri causando un forte danno al business¹¹. Considerare questi rischi risulta cruciale per la buona valutazione

¹⁰ Cfr. ROTONDO, G., VIOLA, I., & OLLEIA, A. (2013). *Traiettorie verso la sostenibilità:* greening, conoscenza, networking e produttività, p. 129-140.

¹¹ Cfr. MEDUGNO, M. (2020). Finanza sostenibile: analisi normativa e strumenti finanziari.

finanziaria. Il mercato, così come l'opinione pubblica, sembra iniziare a considerare veramente le materialità dei rischi dovuti ai cambiamenti climatici. Anche perché adeguarsi quanto prima a queste raccomandazioni porta profondi benefici alla società come: una comprensione interna dei problemi e dei rischi correlati al cambiamento climatico, un'opportunità di gestione e presa di coscienza di questi nuovi rischi, una soddisfazione delle esigenze di disclosure degli investitori mediante un'attenta pianificazione e una redazione di *action plan* su come muoversi ed aprirsi ad un mercato fatto principalmente di investitori responsabili.

L'Unione Europea segue due binari dello sviluppo della finanza sostenibile: uno legislativo e l'altro tecnico. Il primo ha portato all'emanazione di due regolamenti dunque atti vincolanti, per tutti i paesi membri con lo scopo di rendere obbligatorio la disclosure su temi sostenibili (Regolamento UE 2088/2019) e successivamente sul tema della tassonomia (Regolamento UE 852/2020).

Il secondo binario è guidato dal TEG (*Tecnical Expir Group*), gruppo costituito con l'obiettivo di fornire consulenza su misure proposte all'interno dell'*action plan*. I passi avanti compiuti nella regolamentazione sono stati molteplici, arrivando nel 2020 alla redazione di una tassonomia. Questa è un importante elemento di disclosure, con cui si è catalogato le attività sostenibili prendendo dati dalle contabilità nazionali dei paesi membri, così da poter rendere possibile ai soggetti adibiti dal regolamento 2088/2019 indicare all'interno dei loro portafogli quale percentuale degli stessi è allineata alle attività sostenibili indicate nella tassonomia.

Altro merito del TEG è avere stilato una lista dei sei principali obiettivi ambientali, tra i quali, ritroviamo: i. la mitigazione dei cambiamenti climatici; ii. l'adattamento ai cambiamenti climatici; iii. l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; iv. la transizione verso un'economia circolare; v. la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; vi la protezione e il ripristino della biodiversità degli ecosistemi.

- 3. Anche nella scelta e valutazione degli investimenti è cruciale il fattore della responsabilità sociale. Per le imprese, per esempio, la scelta di un bene che serve a migliorare la produzione non può esulare dalla comprensione di quanto il nuovo bene incida sulla produzione di scorie nell'ambiente o sul personale specializzato necessario a farlo operare. Per i mercati finanziari e i loro operatori, il processo di selezione del portafoglio d'impresa deve includere, tra gli altri, elementi di valutazione quali la corporate governance e il comportamento sociale dell'impresa rispetto ai suoi stakeholder e all'ambiente. Il problema che si presenta è duplice:
 - 1) da una parte c'è una evidente difficoltà riscontrata dagli operatori finanziari e dalle imprese a capire come valutare concretamente questi fattori sociali, ambientali e di sostenibilità (ESG *Environment, social and Governance*);
 - 2) dall'altra si evidenzia la necessità di visualizzare l'effettivo valore generato dall'affiancare a metodologie tradizionali la valutazione ESG extra finanziaria.

Aziende con una esposizione positiva a temi strutturali di tipo ESG sono destinate a trarre grandissimi benefici, in termini di efficienza operativa, maggiore crescita e accesso a una più ampia gamma di risorse, processi produttivi e personale. Al contrario le società prive di tale esposizione saranno molto svantaggiate. Gli impatti delle modifiche in atto a livello globale variano da settore a settore, così come gli elementi chiave di successo¹².

GS Sustain¹³ individua in ogni settore da due a quattro fattori ritenuti strategici per differenziare il rendimento di medio-lungo termine delle aziende. Per

¹² Cfr. PALEA, V. (2020). Rischio climatico, finanziamento d'impresa e coperture assicurative: contesto di riferimento e ruolo dell'informativa non finanziaria.

¹³ L'obiettivo dell'iniziativa *GS Sustain*, sviluppata nell'ambito della banca Goldman Sachs, è di identificare le società leader nei settori maturi, ovvero le società meglio posizionate per mantenere il loro vantaggio competitivo e generare rendimenti superiori alla media nel lungo periodo, lasciando in secondo piano il ritorno di breve termine.

ogni fattore sviluppa misure di valutazione oggettive e qualificabili e raggruppa i punteggi di ogni azienda per ciascuna misura di valutazione, in modo da calcolare un ranking complessivo in termini percentili. GS Sustain inizia il processo di integrazione dei dati ESG valutando l'impatto dei mutamenti su ogni settore. Comprendere il contesto del settore in cui le aziende operano è fondamentale per definire la rilevanza potenziale degli aspetti ambientali, sociali e di governance e per valutare correttamente le risposte del management delle aziende.

Per trarre profitto dalle opportunità offerte da un mondo in mutamento. minimizzando allo stesso tempo l'impatto di esternalità ambientale e sociale, le aziende devono fornire buone prestazioni in cinque macrocategorie: i. la governance; ii. la leadership iii. il reclutamento dei dipendenti e la capacità di trattenerli; iv. le relazioni con gli stakeholder; v. sistemi e politiche di gestione ambientale. A ogni indicatore è assegnato un punteggio che va da un minimo a un massimo; la somma dei punteggi determina la valutazione e il posizionamento nel ranking complessivo. I dati provengono sempre da primarie fonti aziendali e GS Sustain invita ogni azienda analizzata a verificare l'accuratezza delle informazioni. Le pratiche e le politiche per i dipendenti rappresentano forse l'area di performance ESG più difficile da quantificare in modo coerente tra aziende differenti per operatività, posizione geografica e portafoglio prodotti. Mentre la maggior parte delle aziende nell'universo ESG di GS Sustain rende pubbliche le politiche sulle opportunità, sulla libertà di associazione, sulla proibizione del lavoro minorile e sulla formazione dei dipendenti, poche forniscono dati coerenti che possano essere utilizzati per paragonare aziende attive in diversi settori nel mondo. Inoltre, mentre le aziende europee generalmente rendono pubblico, come indicatore del miglioramento delle abilità dei dipendenti, il numero di ore di formazione per dipendente, le aziende statunitensi generalmente non lo fanno. La retribuzione dei dipendenti, la produttività e la diversità di genere costituiscono una solida base su

cui misurare le politiche e le pratiche per i dipendenti. In alcuni settori è possibile trovare altre unità di misura, ma la metodologia ESG non può accogliere tutte le possibili misure di performance aziendale in ogni area¹⁴.

3.1 Con il termine *greenwashing* si fa riferimento ad una strategia di marketing sbandierata da aziende che si presentano come eco sostenibili cercando di occultare l'impatto ambientale negativo e si possono identificare in quelle pratiche commerciali che descrivono un prodotto finanziario come verde o sostenibile, al solo fine di migliorane l'immagine e renderlo più attraente per gli investitori anche nel caso in cui non rispetti standard ambientali di base.

Si tratta nello specifico di una pratica ingannevole, usata come mezzo di marketing da alcune imprese per avvalorare un finto impegno verso l'ambiente con l'unico scopo di catturare l'attenzione dei clienti attenti alla sostenibilità, che oggi è rappresentata da una buona fetta di pubblico. Generalmente viene fatto attraverso campagne e messaggi pubblicitari. Il fine perseguito dal *greenwashing*, pertanto, è duplice: migliorare la reputazione ambientale dell'impresa ed ottenere i vantaggi in termini di fatturato aumentando il bacino di clienti. Tra i diversi modi con cui si può fare *greenwashing* sicuramente un linguaggio vago ed impreciso è il primo segnale di allarme. Alla stessa maniera l'utilizzo di immagini con prevalenza di tonalità verdi e di personaggi che evocano un certo interesse dell'azienda verso le questioni ambientali.

Pertanto, i principali effetti negativi delle pratiche di *greenwashing* sono i) la riduzione della performance ambientale/sociale, ii) la sfiducia degli investitori e confusione in merito alle CSR (*Corporate Social Responsability*) e iii) l'incapacità del sistema finanziario di allocare efficacemente gli investimenti. In particolar modo, promuovere prodotti finanziari come green, quando in realtà non ne hanno le

¹⁴ Cfr. PANTANO, M. (2020). Gli investimenti ESG: l'evoluzione della regolazione finanziaria europea verso la sostenibilità.

caratteristiche, porterà nel medio e lungo periodo a ridurre la fiducia degli investitori e a procedere con investimenti su aspetti c.d. tradizionali e non ESG.

In mancanza di standard precisi a livello mondiale, ci si sta muovendo in modo diversificato. In Italia, la Consob ha avviato un'analisi comparativa delle metodologie dei criteri usati per ottenere i rating di sostenibilità allo scopo di reprimere fenomeni di *greenwashing*. L'indagine svolta dalla Consob è caratterizzata da due fasi. La prima è ricognitiva con la quale è stato realizzato un monitoraggio sui giudizi di sostenibilità utilizzati sul mercato e su come vengono costruiti. Il secondo step dell'indagine Consob è caratterizzato da un confronto con chi produce i rating ESG e con le aziende quotate. Lo scopo è quello di favorire il dialogo fra le imprese e le agenzie.

Per ridurre il rischio di comportamenti opportunistici l'Unione Europea è recentemente intervenuta con un regolamento¹⁵ che disciplina le informazioni fornite dai fondi (in particolari quelli c.d. ESG cioè che privilegiano investimenti compatibili con l'ambiente, la giustizia sociale e il buon governo societario) al mercato, individuando due categorie di prodotti ESG che prendono il nome, rispettivamente, dagli articoli 8 e 9 di tale normativa. I fondi articoli 8 (c.d. verde chiaro) devono promuovere anche caratteristiche ambientali o sociali; quelli articolo 9 (c.d. verde scuro) hanno come obiettivo investimenti sostenibili. Nel breve periodo si è potuto costatare che il regolamento UE adotta criteri troppo vaghi, consentendo ad un fondo di dichiararsi verde chiaro (è il gestore stesso a decidere se un prodotto si individua in una delle due categorie sopra riportate) quando in realtà di verde non ha alcun requisito. Una normativa pensata per arginare il far west è diventata un formidabile strumento di greenwashing¹⁶.

¹⁵ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

¹⁶ Cfr. La Repubblica Affari e finanze: *Se le norme Ue alimentano il greenwashing dei fondi*. Ed del 27-09-21.

L'Unione Europea ha ulteriormente inciso lato regolamentazione al fine di arginare tale problema, un passo avanti lo si è avuto con il recente Regolamento Tassonomia¹⁷, con il quale vengano introdotti nuovi obblighi informativi, che sono essenziali al fine di ridurre l'asimmetria informativa ed introduce una classificazione delle attività economiche che contribuiscono ad obiettivi di sostenibilità.

Ad ogni modo la Consob, nelle more degli sviluppi della normativa europea in ambito ESG, ha indicato¹⁸ degli elementi di supporto e primo orientamento a tutti gli intermediari al fine di ridurre il rischio di greenwashing, riprendendo la normativa già in vigore e applicabile. A titolo esemplificativo sono stati individuati quali obblighi in capo agli intermediari: i. fornire al cliente informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, anche nell'ambito delle comunicazioni pubblicitarie e promozionali; ii. assicurare che le informazioni contenute nelle comunicazioni di marketing siano in linea con quelle fornite ai clienti nel quadro della prestazione di servizi di investimento e servizi accessori; iii. fornire ai clienti o potenziali clienti, in tempo utile prima di prestare loro i servizi di investimento o servizi accessori, una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari, tenendo conto, in particolare, della classificazione del cliente. Nell'arginare il più possibile il problema del greenwashing, si richiede un ulteriore aiuto e supporto delle autorità di vigilanza nazionali e non, alle quali si demanda un approccio proattivo ed evidence-based, anche caratterizzato da un continuo dialogo con gli stakholders a partire dai risparmiatori, alla comunità finanziaria sino ad arrivare ai competenti organi dell'Unione Europea; da quanto sopra descritto, si auspica che il nostro legislatore europeo proceda con una normativa di maggiore dettaglio e specificatamente disegnata sul nuovo mercato ESG che ormai ha ripreso la ribalta in

¹⁷ 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.

¹⁸ Consob, richiamo di attenzione n.1/20 del 12/03/2020.

Europa e nel mondo in generale, muovendo capitali e interessi degni di nota e interesse globale (sia da un punto di vista prettamente economico/finanziario che sociale/ambientale visti i temi trattati e coinvolti). Sicuramente un ulteriore passo avanti, potrà essere rappresentato da una regolamentazione dei giudizi di rating sostenibili che, come evidenziato durante il 2021 dall'ESMA, sussiste una totale deregolamentazione dei rating ESG e la necessità di una definizione univoca di tale strumento di giudizio. Regolamentato questo tema, ci si aspetta che i conseguenti e attuali rischi di *greenwashing* si riducano. In conclusione, si riporta una dichiarazione del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, il quale ha dichiarato¹⁹ che "contenere il rischio di *greenwashing* è fondamentale: richiede più dati e strumenti migliori per identificare, valutare e confrontare la sostenibilità".

4. La politica internazionale ha preso atto del bisogno di conciliare la tutela dell'ambiente con lo sviluppo economico fissando degli obiettivi nell'interesse del bene comune. Al *World Commission on Environment and Development* del 1987 sono seguite innumerevoli iniziative, terminate nel 2015 nell'approvazione dell'agenda 2030.

La conferenza sul clima di Parigi del 2015 ha visto 195 paesi aderire al primo accordo universale e giuridicamente vincolante su un piano d'azione globale. Con il *Green Deal* l'unione Europea ha evidenziato l'impegno ad eliminare le proprie emissioni di gas a effetto serra entro il 2050 e a onorare gli obiettivi intermedi. Questa fase di transazione richiede un considerevole impegno economico da parte di tutti gli stati e pertanto il sistema finanziario svolge un ruolo centrale. Le iniziative adottate dall'Unione Europea sono aumentate grazie ad una sensibilità crescente sul tema della finanza sostenibile.

La definizione di sviluppo sostenibile viene valorizzata per la prima volta dal

¹⁹ In occasione dell'*Omfif- Sustanbale Policy Institute symposium* nell'ambito del G20 *Presidency programme on Sustainable Finance* reperibile su www.bancaditalia.it.

Rapporto Brundtland del 1987 pubblicato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo. Si definisce sostenibile uno sviluppo che sia in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni delle generazioni attuali senza compromettere quella delle generazioni future. Pertanto, la nozione di sviluppo sostenibile risulta collegata alla salvaguardia dell'ambiente. Negli anni lo sviluppo sostenibile si è consolidato quale principio di diritto internazionale favorendo la conclusione di accordi regionali e trattati internazionali. In particolare, è opportuno ricordare che, tramite le Nazioni Unite, durante l'anno 2015, sono stati adottati sia l'accordo di Parigi che l'agenda 2030, la quale individua 17 obiettivi da sopraggiungere entro il 2030.

In ambito Europeo è stato riconosciuto il ruolo del sistema finanziario stante l'insufficienza delle risorse pubbliche destinate alla transazione ecologica. Sulla base di questo approccio, la Commissione Europea circoscrive come sostenibile la finanza che tiene nella giusta considerazione fattori ambientali e sociali nel processo decisionale di investimento, grazie ad una adeguata governance delle autorità pubbliche.

4.1 Negli ultimi anni si è in maggior misura rappresentata la necessità di unificare diversi concetti di etica e di finanza, allo scopo di realizzare uno sviluppo sostenibile nel lungo termine tramite l'equilibrio ambientale, sociale ed economico.

In molte occasioni è stato affermato che il concetto di finanza e di economia possano convivere con il concetto di investimento responsabile. Sulla base di queste premesse lo sviluppo sostenibile è stato definito come quello sviluppo che soddisfa i bisogni dell'attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future. Conseguenzialmente la Commissione Europea ha avvertito la necessità di garantire che tutte le azioni e le iniziative strategiche in ambito economico considerino gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Per tali ragioni, i

partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti dovrebbero essere vincolati a dare informazioni dettagliate riguardo ai rischi per la sostenibilità; queste informazioni sono indispensabili per permettere agli investitori di adottare decisioni di investimento volte al rispetto della sostenibilità.

La mancanza di un sistema normativo Europeo armonizzato ha comportato che ogni stato adottassi misure proprie spesso divergenti con quelle degli altri stati membri della Comunità Europea²⁰. Conseguenzialmente, si è giunti solo il 27 Novembre 2019 a colmare tale lacuna con il regolamento UE 2019/2088 (c.d. Regolamento Disclosure) le cui norme hanno avuto attuazione dal 10 Marzo 2021; lo scopo principale è quello di rendere uniforme le informazioni nei confronti degli investitori finali riguardo i rischi di sostenibilità e riguardo la promozione dei fattori ESG nelle attività di investimento finanziario, mettendo a carico dei partecipanti ai mercati finanziari il dovere di informare in via precontrattuale gli investitori. Lo scopo è quello di dare maggiore trasparenza su come i partecipanti ai mercati finanziari integrino i rischi di sostenibilità nelle loro decisioni in materia di investimenti. Materialmente i consulenti finanziari e i partecipanti ai mercati finanziari sono vincolati alla²¹: i. trasparenza delle politiche in materia di rischio di sostenibilità (articolo 3); ii. trasparenza sugli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto (articolo 4) tramite l'informazione sulle principali conseguenze negative derivanti dalle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità; iii. trasparenza delle politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi sostenibili (articolo 5); iv. trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità (articolo 6) mediante informativa precontrattuale; v. trasparenza della

²⁰ Strategia per finanziare l'Economia Sostenibile della commissione Europea pianifica una revisione del regolamento prospetto nel 2022, al fine di introdurre ulteriori obblighi di disclosure nei prospetti relativi all'offerta ESG securities per migliorare comparabilità, trasparenza e armonizzazione delle informazioni e arginare possibilità di *greenwashing*.

²¹ Cfr. DINO DONATO ABATE, ANNA TRAVANINI, ASSOCIATE, ATRIGNA & PARTNERS, La trasparenza sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari nel nuovo Regolamento (UE) 2019/2088.

promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuali (articolo 8); vi. trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali e sociali sui siti web (articolo 10).

Nello specifico, tali obblighi informativi possono essere differenziati in cinque categorie con riguardo all'oggetto e alle modalità di diffusione dell'informazione: i. informativa relativa alle policies in materia di sostenibilità adottate a livello di entità (artt. 3, 4 e 5); ii. informativa precontrattuale (artt. da 6 a 9); iii. informativa da pubblicare sul sito internet in merito a prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o che hanno ad oggetto investimenti sostenibili (art. 10); iv. informativa periodica in merito ai risultati conseguiti con riferimento ai prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali, o sociali, o che hanno ad oggetto investimenti sostenibili (art. 11); v. informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing (art. 13).

Gli obblighi informativi previsti dal Regolamento Disclosure possono essere ulteriormente suddivisi tra obblighi informativi a livello di entità e obblighi informativi a livello di prodotto. A tale proposito, merita segnalare che il regolamento distingue tra prodotti qualificabili come *light green* (art. 8), *dark green* (art. 9) oppure *mainstream* (categoria residuale che ricomprende tutti i prodotti che non rientrano nelle prime due).

In sintonia con il nuovo regolamento Europeo i soggetti sopra richiamati devono pubblicare sui propri siti web, notizie circa le politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi relativi agli investimenti. In fase precontrattuale, i consulenti finanziari devono informare gli investitori finali come tengano conto dei rischi di sostenibilità e dei fattori ESG nella selezione e nella scelta del prodotto finanziario. Il Regolamento Disclosure introduce, altresì, una definizione armonizzata di investi-menti sostenibili, ossia investimenti in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali o sociali, o a una

combinazione di essi, senza recare danno ad altri. Tale definizione segna un momento di collegamento con la disciplina di cui al Regolamento Tassonomia e ai relativi atti delegati, ai quali è rimandata la specificazione degli obiettivi ambientali e dei criteri tecnici necessari per chiarire quando un'attività economica contribuisca in modo sostanziale a uno di tali obiettivi o arrechi un danno significativo a un altro di essi. La definizione di investimento sostenibile di cui al Regolamento Disclosure si discosta, in parte, da quella delineata nel Regolamento Tassonomia, in considerazione della maggiore rilevanza attribuita nel primo al fattore social.

Ciò premesso si può affermare che il regolamento in esame è volto a rafforzare la protezione degli investitori finali, garantendo agli stessi gli strumenti per prendere provvedimenti sempre più responsabili sulle scelte di investimento.

4.2 Con il regolamento dell'Unione Europea n.852/2020 del Parlamento europeo del Consiglio del 18 giugno 2020 (pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 22 giugno 2022) è stato introdotto nel sistema normativo vigente la tassonomia delle attività economiche eco-compatibili, una graduatoria delle attività che possono essere valutate come sostenibili in base allineamento agli obiettivi ambientali delineati dall'Unione Europea.

Nel Regolamento Tassonomia è prevista una delega a favore della Commissione per l'integrazione, mediante adozione di atti delegati, delle disposizioni del regolamento stesso. Pertanto, gli atti delegati delimitano e delimiteranno i criteri tecnici che permettono di individuare a quali condizioni una attività economica può contribuire al rispetto ambientale.

La tassonomia può essere considerata come una guida rivolta alle aziende (al fine di valutare le proprie attività, delineare le politiche aziendali in prospettiva di una maggiore sostenibilità ambientale), per gli investitori (per apprendere l'impatto ambientale delle attività economiche nelle quali investono o potrebbero investire)

e, infine, per le istituzioni pubbliche (per migliorare le proprie politiche di transazione ecologica). La tassonomia determina sei fini ambientali e climatici: i. Mitigazione del mutamento climatico; ii. adattamento al mutamento climatico; iii. utilizzo sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; iv. passaggio verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti; v. salvaguardia e controllo dell'inquinamento; vi. tutela della biodiversità e della salute degli eco-sistemi. Per essere eco compatibile, un'attività deve soddisfare i seguenti criteri: i. cooperare positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali; ii. non arrecare danno a nessuno dei citati obiettivi ambientali; iii. essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime di salvaguardia previste dal Regolamento Tassonomia e dei criteri tecnici di selezione stabiliti dalla Commissione. Secondo il Regolamento Tassonomia, le imprese soggette alla Direttiva sulla dichiarazione non finanziaria, gli investitori istituzionali e i consulenti finanziari dovranno divulgare informazioni sulle proprie attività e sui propri prodotti in base alla tassonomia, dal 1° gennaio 2022 per le attività che contribuiscono agli obiettivi di mitigazione e di adattamento al cambiamento climatico e dal 1° gennaio 2023 per le attività che contribuiscono agli altri quattro obiettivi. Pare evidente che l'obiettivo primario della tassonomia è supportare le scelte degli investitori e imprese in vista della transizione verso una crescita economica priva di impatti negativi sull'ambiente.

Da quanto sopra delineato, il Regolamento Tassonomia sancisce la nascita del primo sistema armonizzato di classificazione delle attività economiche sostenibili a livello globale e mira a superare gli ostacoli allo sviluppo degli investimenti sostenibili legati all'assenza di un linguaggio comune e definizioni condivise e a favorire la trasparenza e la comparabilità delle informazioni, diffuse al mercato, che fanno riferimento ai concetti di sostenibilità e di investimento

sostenibile, riducendo il ricorso a illegittime pratiche di greenwashing²².

5. Nella storia delle società umane nulla è inevitabile, e nulla nel futuro è assolutamente predeterminabile. Lo sviluppo sostenibile è una sfida molto difficile da vincere, ma non per questo a priori impossibile. Del resto, anche se questa affermazione pare semplicista, tutto dipende solo da noi. Siamo una specie animale come tante altre, ma siamo anche l'unica che è stata capace di inventare la cultura e la tecnologia. Come pure l'inquinamento e le guerre.

Grazie alla nostra capacità di sfruttare in maniera del tutto unica le risorse della Terra, abbiamo costruito la nostra superiorità sulla natura, fino a poterne minacciare l'esistenza. Stiamo diventando sempre più numerosi e con sempre minori risorse a disposizione. Allo stesso tempo, il pressoché totale fallimento di ogni tentativo di equa regolazione delle ricchezze prodotte, sta già determinando situazioni di conflittualità sociale e internazionale le cui conseguenze potrebbero essere ben più devastanti dei fenomeni di guerra, terrorismo, immigrazioni di massa e tensioni sociali nazionali che già oggi stiamo vivendo.

Credere nello sviluppo sostenibile significa credere che è possibile costruire un domani diverso, nato dalla soluzione positiva dei problemi di oggi. E la responsabilità di questo impegno al cambiamento non può che essere che di ognuno di noi.

Questa centralità di cui oggi noi cittadini godiamo, e di cui sembra che sempre più godremo in futuro, non deve necessariamente essere intesa solo per i suoi aspetti negativi. Fanno parte di questa complessa rete globale di relazioni anche tutti quei modi di essere consumatori e di essere cittadini illustrati. Queste

238

²² Cfr. LINCIANO N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI, E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M. (giugno 2021). *La finanza per lo sviluppo sostenibile* (Consob).

vere e proprie occasioni di sostenibilità, seppur fortemente minoritarie, sono comunque in forte crescita.

Al di là dei dati quantitativi, è evidente che ambiti di incontro come le Agenda 21 locali, il commercio e la finanza equa, le iniziative popolari di pressione politica, hanno introdotto il moderno elemento "eco-etico" nell'economia e nella politica: si tratta di considerare il nostro comportamento non solo in termini di utile personale e immediato, ma anche nell'ottica delle conseguenze che procurerà al mondo che ci circonda. Da un punto di vista normativo/regolamentare, un supporto rilevante è stato determinato dal Regolamento (UE) 2020/852 che ha introdotto nel sistema normativo Europeo la tassonomia delle attività economiche ecocompatibili, oltre che dal Regolamento (UE) 2019/2088, il quale ha svolto un ruolo rilevante in materia di trasparenza circa la sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Da ultimo risulta di grande effetto e uno storico passo avanti verso il riconoscimento della tutela dell'ambiente e non solo quali principi fondamentali enunciati nella Costituzione, la modifica della nostra Carta costituzionale²³, agli artt. 9 e 41, con l'inserimento dei principi della tutela dell'ambiente, delle biodiversità, degli animali e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle generazioni future.

Alla luce di quanto sopra, anche se il processo normativo/regolamentare è iniziato e si sta evolvendo, permane ancora un disallineamento tra prassi di mercato e normativa in materia ESG, soprattutto se si prende a riferimento la distanza tra obblighi di disclosure di cui al Regolamento Tassonomia e il contenuto effettivo di tale disclosure in base ai principi ICMA (International Capital Market Association).

Gli obiettivi, più volte citati, di certezza e di tutela degli investitori ci portano a cercare di colmare quanto prima questo gap con il fine di aumentare la trasparenza del mercato e la fiducia degli investitori affinché un sempre maggior volume di investimenti sia impiegato in progetti sostenibili e d'impatto. Risulta però

²³ L'8 febbraio 2022 la Camera dei deputati ha approvato definitivamente una proposta di legge volta ad inserire la tutela dell'ambiente tra i principi fondamentali della Costituzione.

evidente che le definizioni comuni e i criteri di vaglio tecnico dovranno svilupparsi in un framework flessibile, dotandosi di una sufficiente elasticità al fine di allinearsi ai futuri progressi tecnologici, permettendo così il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità concreti.

Se dovessimo fare un bilancio odierno riferendoci unicamente ai risultati concreti, non ci sarebbe grande spazio per l'ottimismo. Ma se accettiamo di dare importanza a quella cultura sostenibile che sta realmente diffondendosi nelle nostre società, allora possiamo scorgere qualche raggio di luce tra i nuvoloni dell'orizzonte. Sarà il modo in cui questa cultura si diffonderà a determinare la qualità del cambiamento sostenibile della nostra economia mondiale, ed è dalla velocità con la quale si realizzerà questo cambiamento che sapremo se avremo fatto in tempo o no a salvare il nostro pianeta.

Alessandro Sanna

LA VIGILANZA DELLA CONSOB SULL'INFORMATIVA NON FINANZIARIA*

(Consob's supervision of non-financial information)

ABSTRACT: Today in all Western economies there is a growing social awareness in terms of sustainability. To foster the information needs of stakeholders, the European Union, starting from 2014 with Non-Financials Reporting Directive (2014/95 / EU), has expanded the periodic information obligations of public-interest entities including for the first time non-financial information. In Italy, the Directive was implemented by Legislative Decree 254/2016 which also entrusted Consob, the national authority responsible for supervising financial markets and financial statements of listed companies, with also supervising Non-Financial Statements published annually by obligated companies. After more than 800 NFSs already published in Italy, we are now faced with a new important change: the proposal of the Corporate Sustainability Reporting Directive.

.

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La normativa europea: la NFRD e gli orientamenti della Commissione UE. – 3. L'informativa finanziaria e non finanziaria: dal TUF al d.lgs. 254/2016. – 4. Sanzioni, poteri e vigilanza della Consob: affinità e differenze con l'informativa finanziaria periodica. – 5. La proposta di *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. – 6. Conclusioni.

1. L'armonizzazione della legislazione a livello europeo in tema di relazioni finanziarie annuali delle società quotate ha ormai raggiunto un livello avanzato. Il corpus normativo costituito dalle Direttive Accounting¹ del 2013, Transparency² del

^{*}Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ Direttiva 2013/34/UE.

² Direttiva 2013/50/UE.

2013 e Shareholders' rights ² del 2017³, ha creato le basi affinché gli utenti (siano essi grandi investitori o piccoli risparmiatori) possano usufruire all'interno dell'Unione dello stesso set minimo di documenti contabili, indipendentemente dallo Stato membro d'origine o dalla sede del mercato della società quotata.

Gli investitori, siano essi apportatori di capitale di debito o di rischio, sono sempre caratterizzati da un'intrinseca asimmetria informativa: per i soggetti esterni non è infatti possibile osservare direttamente l'operatività della società che conduce, infine, a definire i risultati sotto il profilo economico-finanziario (e non solo, come si tenterà di argomentare nel prosieguo della trattazione).

Per valutare la redditività (e, quindi, la convenienza) dell'investimento è necessario conoscere, oltre i risultati anche le loro componenti: il corporate reporting è la modalità utilizzata dagli amministratori della società per comunicare l'andamento aziendale di periodo ai propri investitori, mentre il bilancio, o più correttamente la relazione finanziaria (che include il bilancio) nel caso delle società quotate, è lo strumento con la quale detta comunicazione viene effettuata. Dato il suo ruolo fondamentale nel sistema finanziario, in quasi tutte le economie occidentali il corporate reporting è stata ritenuta meritevole di tutela legislativa. Per questo motivo, la disciplina delle società quotate ed emittenti strumenti finanziari diffusi, in virtù delle particolari cautele riservate all'investitore al dettaglio, e degli enti di interesse pubblico a causa dell'importanza che rivestono per l'economia del Paese, contiene in capo a queste società specifici obblighi informativi: periodici, continui o episodici. L'informativa periodica, così chiamata per distinguerla da quella continua (relativa, ad esempio, alla disciplina di mercato sulle informazioni privilegiate) o episodica (come nel caso della modifica degli assetti proprietari), è stata incentrata sulla rendicontazione finanziaria fin dai tempi della legge n. 216/1974 istitutiva della Consob.

_

³ Direttiva (UE) 2017/828.

Storicamente, infatti, la maggior attenzione si è concentrata sulla cd. *informativa finanziaria* – così da distinguersi dalla *non finanziaria* di cui si dirà in seguito – ossia la rendicontazione della *performance* economico-finanziaria effettuata attraverso la presentazione di documenti contabili (tipicamente: la Relazione Finanziaria Annuale⁴) redatti in conformità a principi consolidati e riconosciuti dagli utenti del settore, nel caso dei bilanci europei: gli IAS/IFRS pubblicati dallo *International Accounting Standards Board*.

Quando si parla di "risultato d'impresa" e di sue "determinanti" la discussione, però, non si esaurisce in soli termini monetari. A partire dalla seconda metà del XX secolo, si è affermata la necessità di comprendere anche gli impatti non-finanziari del modello di produzione economica e si è iniziato ad assistere alla diffusione periodica e su base volontaria di report di sostenibilità da parte di alcune imprese. Questi documenti, chiamati in forma varia anche bilanci o relazioni di sostenibilità⁵, avevano (in alcuni casi hanno ancora) lo scopo di informare gli stake-holder delle imprese sull'impatto che l'attività di produzione e vendita esercita sull'ambiente e la società. Gli stake-holder (in italiano: portatori d'interesse) sono, infatti, una categoria più ampia sia degli azionisti (share-holder) che dei finanziatori dell'impresa ed includono una serie (potenzialmente illimitata) di soggetti influenzati in maniera o indiretta dall'attività svolta dall'impresa⁶.

Siffatto approccio iniziale spontaneo, pur lodevole nell'iniziativa,

⁴ La Relazione finanziaria Annuale, introdotta dalla Direttiva *Transparency*, include i seguenti documenti: il progetto di bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato; la relazione sulla gestione; le attestazioni di conformità delle persone responsabili (l'attestazione circa l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio, la conformità ai principi contabili, l'idoneità a fornire una rappresentazione veritiera e corretta dei bilanci, l'inclusione nella relazione della gestione di un'analisi attendibile dell'andamento e del risultato di gestione), la relazione del revisore legale.

⁵ Cfr. RUSCONI "Dai bilanci sociali alla dichiarazione non finanziaria: alcune riflessioni", Editoriale, Impresa progetto – Economic Journal of Management, n. 1 -2021.

⁶ Cfr. BARTOLACCI et al., A Systematic Literature Review of Theories Underpinning Sustainability Reporting in Non-financial Disclosure. In: Cinquini L., De Luca F. (eds) Non-financial Disclosure and Integrated Reporting. SIDREA Series in Accounting and Business Administration. Springer, Cham., 2022.

comportava una serie di criticità stante la mancanza di revisione o vigilanza su tali documenti, assenza di standardizzazione e libertà nella scelta dei contenuti: era quindi elevato il rischio che le imprese effettuassero un *cherry picking* delle informazioni da rendicontare, non potendo neppure escludere che l'informativa potesse rivelarsi addirittura falsa.

2. Con l'inizio degli anni '10 del nuovo millennio, si apre un dibattito sull'inserimento di obblighi strutturali di disclosure non finanziaria nell'Unione Europea. Da un lato, la Commissione all'interno di diverse Comunicazioni⁷ manifestava la necessità di implementare un sistema che garantisse maggiore trasparenza sull'impatto delle imprese negli ambiti ambientali, sociali e di governance. Allo stesso tempo il Parlamento Europeo varava risoluzioni in cui richiamava l'attenzione sull'interesse pubblico del poter disporre di informazioni sulla sostenibilità delle grandi imprese^{8.}

Il 22 ottobre 2014 veniva quindi approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo la Direttiva 2014/95/UE – *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) che, modificando la Direttiva *Accounting* relativa ai bilanci d'esercizio attraverso l'istituzione di un nuovo articolo *19-bis*, impone alle imprese che superano determinate soglie dimensionali la pubblicazione annuale di una Dichiarazione di carattere Non Finanziario (DNF).

La nuova normativa individua le società obbligate negli Enti di Interesse Pubblico (EIP) che alla data di chiusura dell'esercizio hanno impiegato in media un numero di dipendenti superiore a 500. La scelta di un perimetro limitato agli EIP di

⁷ Comunicazione della Commissione Europea «L'Atto per il mercato unico. Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia. — "Insieme per una nuova crescita"», adottata il 13 aprile 2011.

⁸ Risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla «Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile» e sulla «Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva».

grandi dimensione è da ricollegarsi alla volontà del legislatore europeo di non rendere eccessivamente onerosa l'attività delle piccole e medie imprese (PMI), difatti il Considerando (13) della Direttiva riporta: "il Consiglio europeo ha chiesto di ridurre, a livello sia europeo che nazionale, l'onere regolamentare complessivo che grava in particolare sulle piccole e medie imprese (PMI) (...) è opportuno che i nuovi obblighi di informativa si applichino soltanto a talune imprese e a taluni gruppi di grandi dimensioni." a cui fa naturale conseguenza la dichiarazione del Considerando (14) "(...) Le PMI dovrebbero essere esonerate da obblighi supplementari. (...)". Lo stesso Considerando specifica che la distinzione dimensionale dovrebbe essere basata, oltre che sul numero medio di dipendenti, sul totale di bilancio e sul fatturato netto annuale.

Le prescrizioni in termini di informazioni da rendicontare sono di tipo minimale; infatti, viene stabilito che le DNF debbano contenere "almeno" sufficienti informazioni: i) ambientali, ii) sociali, iii) attinenti al personale, iv) al rispetto dei diritti umani e v) alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, da far addivenire ad una chiara comprensione, del modello di business praticato, della performance dell'impresa e dell'impatto che esercita la sua attività. In relazione a tali aspetti devono essere descritte le politiche praticate (ivi compreso lo svolgimento del processo di due diligence), i principali rischi valutati e le loro modalità di gestione e, infine, i risultati conseguiti anche attraverso la rappresentazione di key performance indicator non finanziari (NF-KPI) specifici per l'attività dell'impresa.

Per quanto riguarda la collocazione del documento, l'articolo 1 prevederebbe che la DNF sia inclusa all'interno della Relazione sulla Gestione: l'obiettivo è quello di favorire una lettura integrata delle informazioni finanziarie e non, pubblicandole in un documento unico. Ciò è ulteriormente rafforzato dal disposto: "La dichiarazione di carattere non finanziario (...) contiene inoltre, ove

opportuno, riferimenti agli importi registrati nei bilanci d'esercizio annuali e ulteriori precisazioni in merito.", la cui utilità è in particolare riscontrabile nel momento della descrizione dell'attività d'impresa. Tuttavia, è permessa anche la pubblicazione della DNF in un documento distinto, purché detto documento: sia pubblicato congiuntamente alla RG oppure vi sia menzionato, ma diffuso nei 6 mesi successivi alla pubblicazione del bilancio.

In sede di recepimento, è stato richiesto agli Stati membri di provvedere affinché la predisposizione e pubblicazione del documento siano verificati da un revisore legale dei conti, fermo restando la possibilità di ampliare la verifica.

Il campo delle informazioni *non finanziarie* è inoltre arricchito da quelle relative al tema della *diversità*, con riferimento alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo dall'impresa e relativamente ad aspetti quali, ad esempio, l'età, il sesso, o il percorso formativo e professionale, per le quali, similmente agli altri ambiti precedentemente elencati, è previsto di descrivere la politica applicata all'interno dell'azienda ed i relativi risultati.

Può accadere che un'impresa non abbia predisposto di una politica relativamente ad uno o più dei temi obbligatori poiché, ad esempio, ritiene che il suo impatto sia nullo o non significativo, può ometterne la *disclosure* purché ne fornisca una spiegazione chiara ed articolata: si tratta di un'applicazione del principio di derivazione anglosassone cd. *comply or explain*⁹.

Infine, con riferimento ai principi di rendicontazione, in assenza di un set di regole internazionalmente accettato (come accade in sede di IFRS e GAAP), la legislazione prevede che "le imprese possano basarsi su standard nazionali, unionali o internazionali, specificando lo standard seguito.", di questa specifico pilastro della non-financial disclosure si dirà meglio in seguito.

La NFRD nel complesso della sua breve stesura (nove articoli), fornisce la

246

⁹ AA.VV. - Corporate Governance for Sustainability, 2019, disponibile su: https://ssrn.com/abstract =3502101 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3502101

base di un obbligo che spetta, poi, agli Stati membri declinare puntualmente in sede di recepimento con il solo ausilio degli "Orientamenti in materia di comunicazione" (Articolo 2) della Commissione Europea: detto strumento può essere utilizzato per proporre linee guida non vincolanti per facilitare la "divulgazione pertinente, utile e comparabile di informazioni di carattere non finanziario da parte delle imprese". La Commissione ha, quindi, pubblicato già nel 2017 una prima comunicazione con oggetto "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)¹⁰": queste linee guida si basano, inoltre, sull'analisi dei principali standard di rendicontazione non finanziaria¹¹. La Comunicazione contiene orientamenti non vincolanti che non costituiscono un obbligo giuridico¹².

I destinatari delle linee guide sono le imprese, loro scopo infatti è quello di supportarle durante la redazione della DNF per comunicare informazioni di carattere non finanziario *pertinenti*, *utili* e *comparabili* in conformità con la Direttiva 2014/95/UE.

Gli orientamenti sono suddivisi in quattro parti: 1) *Principi fondamentali;* 2) *Contenuto;* 3) *Standard di rendicontazione;* 4) *Divulgazione in merito alla diversità nel consiglio.*

I "Principi fondamentali" essenziali per una corretta informazione nonfinanziaria, sono:

¹⁰ Comunicazione della Commissione - Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario) (2017/C 215/01) del 5 luglio 2017.

¹¹ I lavori hanno riguardato ventidue tra le maggiori iniziative riconosciute internazionalmente, menzionate nell'Introduzione degli Orientamenti

¹² Alla fine dell'introduzione è presente un disclaimer che specifica: "Importante (...) La presente comunicazione fornisce orientamenti non vincolanti e non introduce nuovi obblighi giuridici. (...) Il presente documento non è una norma tecnica, di conseguenza, né coloro che preparano le dichiarazioni di carattere non finanziario né alcuna parte che agisca per conto degli stessi o altrimenti, dovrebbe sostenere che dette dichiarazioni sono conformi al presente documento."

i. Comunicare informazioni rilevanti: la Direttiva non prevede un contenuto dettagliato ed esaustivo, ma si incentra sulle informazioni necessarie a comprendere l'impatto dell'impresa. L'impatto, sia esso positivo o negativo, deve essere valutato all'interno del contesto del business aziendale, tenendo conto di una serie di fattori interni ed esterni. La rilevazione e valutazione dell'impatto dovrebbe essere svolta dall'imprese attraverso un'analisi ad esito della quale, se l'impatto risulta non rilevante, non è necessario rendicontare l'informativa della DNF. Le valutazioni sulla rilevanza devono essere ri-esaminate con cadenza regolare;

ii. Informazioni corrette, equilibrate e comprensibili: viene specificato che le informazioni sono rendicontate attraverso un punto di vista imparziale, che dia il giusto peso agli aspetti negativi e positivi. Le informazioni sono presentate all'interno di un contesto al fine di migliorane la comprensione, ciò vale anche per gli indicatori fondamentali di prestazione;

iii. Informazioni complete, ma concise: ad una maggiore rilevanza è consigliato che coincida una più approfondita disclosure, mentre è opportuno omettere le informazioni non rilevanti che potrebbero confondere il lettore;

iv. Informazioni strategiche e lungimiranti: l'informativa sui temi non finanziari dovrebbe essere legata alla strategia d'impresa, allo sviluppo del business nel breve-medio termine per apprezzare la resilienza e la sostenibilità dell'andamento, dei risultati e dell'impatto dell'impresa nel corso del tempo;

v. Informazioni orientate alle parti interessate: le linee guida suggeriscono di considerare gli interlocutori come un singolo, piuttosto di diversificare l'informativa in base al destinatario. Le parti interessate variano in funzione di diversi fattori, tuttavia esse possono essere: investitori, lavoratori, consumatori, fornitori, clienti, comunità locali, autorità pubbliche, gruppi vulnerabili, parti sociali e società civile;

vi. Informazioni coerenti e sistematiche: coerenza con le informazioni riportate nella relazione sulla gestione, ma anche con riferimento allo standard prescelto, all'evoluzione nel corso degli anni. È raccomandata attenzione nella selezione dei KPI che debbono essere rilevanti rispetto alla relativa tematica.

Con riferimento al "Contenuto" del report non-finanziario, gli Orientamenti guidano le imprese nell'individuare le informazioni rilevanti da illustrare relativamente ad alcuni dei principali aspetti prescritti dalla NFRD, in particolare:

- *Modello aziendale*: spiegare come l'impresa genera e conserva il valore nel tempo. Le informazioni, corrette e fattuali, dovrebbero essere contestualizzate all'interno di una cornice che definisca gli aspetti chiave dell'operatività, quali: organizzazione, struttura, strategia, mercati di riferimento e principali tendenze del settore;
- Politiche e dovuta diligenza: per ogni tema materiale le imprese dovrebbero spiegare quali obiettivi intendono raggiungere, come ed a chi sono affidate le responsabilità. Alla descrizione ed implementazione delle politiche è direttamente correlato il processo di due diligence atto a verificare se gli obiettivi preposti negli anni precedenti sono stati raggiunti ed in caso di risposta negativa, scegliere le azioni da intraprendere per porvi rimedio. Il campo di interesse e deve essere esteso fino a ricomprendere la catena di fornitura e di sub-appalto. È possibile che un'impresa non abbia una politica per un tema che risulti rilevante: in questo caso è tenuta a fornire una chiara ed articolata spiegazione (comply or explain);
- Risultato: "Le imprese dovrebbero fornire una rappresentazione utile, corretta ed equilibrata del risultato delle loro politiche", al fine di aiutare la platea di stake-holder a comprendere il risultato, le imprese valutano l'utilizzo di specifici indicatori fondamentali di prestazione. Le imprese valutano inoltre l'opportunità di illustrare il legame tra i dati finanziari e non finanziari;

- Rischi principali e loro gestione: le imprese divulgano informazioni sui principali rischi cui sono esposte, indipendentemente dal fatto che essi siano endogeni su cui il management può intervenire direttamente o, viceversa, esogeni. I rischi possono riguardare: l'attività nel complesso, i singoli prodotti o servizi, i clienti, la catena di fornitura, i mercati in una prospettiva di breve, medio e lungo termine;
- Indicatori fondamentali di prestazione: i KPI dovrebbero essere selezionati in base alla loro utilità informativa e specificità. Le imprese sono incoraggiate a fornire indicatori di elevata qualità e generalmente riconosciuti, che esse utilizzano internamente a fini gestionali: ciò favorisce la trasparenza dei processi e la comparabilità dei dati. I destinatari della DNF apprezzano l'utilizzo di dati quantitativi, anche al fine di migliorare la portata informativa della divulgazione qualitativa. La disclosure di metodologia, processo di raccolta dati e standard di rendicontazione favorisce l'accountability del KPI;
- Aspetti tematici: quest'ultima sezione entra nel dettaglio dei temi non finanziari della NFRD, fornendo una guida per individuare le informazioni minime da rendicontare con riferimento alle singole questioni: ambientali, sociali e attinenti al personale, rispetto dei diritti umani, legate alla lotta alla corruzione attiva e passiva, catena di fornitura e minerali provenienti da zone di conflitto¹³.

Per quanto riguarda lo "Standard di comunicazione", il documento della Commissione in questa sede si limita a ricordare che le imprese devono fare esplicita menzione dello standard utilizzato (o degli standard, in caso di utilizzo di più framework), suggerendo di scegliere standard internazionalmente riconosciuti al fine di favorire la comparabilità dell'informativa a livello inter-dimensionale, intersettoriale ed internazionale. La Commissione, inoltre, specifica che l'elenco proposto nei considerando della NFRD e nell'introduzione agli Orientamenti in

_

¹³ L'approfondimento dei singoli temi non-finanziari fuorvierebbe dall'obiettivo della trattazione.

esame è da considerarsi di carattere non esaustivo. Infine, la sezione 6 "Divulgazione in merito alla diversità del Consiglio", a differenza del resto degli Orientamenti che si applicano a tutti gli enti di interesse pubblico che superino le soglie dimensionali, è riservata alle società quotate per le quali la NFRD prevede che divulghino "una descrizione della politica in materia di diversità applicata in relazione alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo dall'impresa". Vengono suggerite linee guida con riferimento a: a) aspetti di diversità, b) obiettivi, c) attuazione e risultati.

All'interno del «Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile» della Commissione Europea pubblicato a marzo 2018, nell'ambito della strategia di riduzione delle emissioni, è previsto l'obiettivo di ri-orientare i capitali verso investimenti sostenibili, gestire i rischi finanziari indotti dai cambiamenti climatici e da altri problemi ambientali e sociali e, inoltre, promuovere la trasparenza ed una visione a lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche. In ottemperanza del già richiamato art. 2 della NFRD, il 20 giugno 2019 è stata pubblicata nella Ufficiale dell'Unione Gazzetta Europea una nuova Comunicazione della concernente "Orientamenti sulla comunicazione Commissione Europea informazioni di carattere non finanziario: Integrazione comunicazione di informazioni relative al clima"14. Similmente alla comunicazione del 2017, gli Orientamenti sul clima sono rivolti alle imprese tenute a redigere una DNF con lo scopo di semplificare la rendicontazione dell'impatto climatico da essa prodotta con la sua attività. Come richiamato nell'Introduzione, le linee guida europee riprendono in larga parte sui lavori della task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima (TFCD), istituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria del G20 che nel 2017 si sono concretizzati nella

¹⁴ Comunicazione della Commissione "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima", (2019/C 209/01), del 20 giugno 2019.

pubblicazione delle *Raccomandazioni della TCFD*¹⁵.

In realtà, le nuove linee guida non sono limitate esclusivamente alla rendicontazione climatica, ma fornisco ulteriore supporto per la comprensione di particolari aspetti rivelatasi, sin dalle prime letture del disposto legislativo, passibili di multiple interpretazioni. È, infatti il caso della *Rilevanza*, concetto chiave della materia, già trattato negli Orientamenti del 2017 come primo dei "*Principi fondamentali*": "1 – Comunicazione di informazioni rilevanti" e sul quale la seconda Comunicazione ritorna per esplicitare che "la direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario individua una doppia rilevanza¹⁶":

- Le parole "andamento dell'impresa / suoi risultati / sua situazione" rimandano alla già nota rilevanza (o materialità) finanziaria¹⁷ poiché in grado di influire sul valore economico del capitale (principale parametro d'interesse di finanziatori ed investitori);
- Mentre i riferimenti all'"impatto dell'impresa e della sua attività" sono correlati agli effetti sui temi ambientali e sociali anche esterni all'azienda, la cui disclosure è prioritaria per tutte le altre categorie di stakeholder, quali: i cittadini, i consumatori, i dipendenti, i partner commerciali, le comunità e le organizzazioni della società civile¹⁸.

252

¹⁵ Inoltre, gli orientamenti in esame tengono conto, in particolare, dei quadri e degli standard elaborati da *Global Reporting Initiative* (GRI), CDP, *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e *International Integrated Reporting Council* (IIRC) e di quelli del sistema di ecogestione e audit dell'UE (EMAS)..

¹⁶ Cfr. 2.2 Rilevanza, Orientamenti della Commissione UE: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima (2019/C 209/01).

¹⁷ Nel campo dell'informativa finanziaria, il "Conceptual Framework for Financial Reporting" dell'International Accounting Standards Board (IASB), nella sezione "Qualitative characteristics of useful financial information. Relevance", al paragrafo QC6, recita: "Relevant financial information is capable of making a difference in the decisions made by users. Information may be capable of making a difference in a decision even if some users choose not to take advantage of it or are already aware of it from other sources".

¹⁸ Invero, sempre più spesso di assiste alla domanda di informativa ambientale e sociale anche da parte degli investitori, in particolare sul clima. Si veda ad esempio "Larry Fink'S 2020 Letter to CEOs - A Fundamental Reshaping of Finance", BlackRock 2020, dove l'amministratore delegato di uno dei maggiori fondi del mondo dichiara "Given the groundwork we have already laid engaging

Le imprese dovrebbero rendicontare un tema anche se risulta rilevante solo in una di queste due prospettive (mentre le Raccomandazioni della TCFD sono invece improntate ad una rilevanza finanziaria, si tratta della prima profonda differenza con il framework costruito dall'Europa).

Con riferimento ai temi climatici, gli orientamenti consigliano di considerare gli effetti del cambiamento climatico sull'intera catena di creazione del valore ed in una prospettiva di più lungo termine rispetto agli altri temi ambientali dato che gli effetti più gravi si verificheranno in una prospettiva pluri-decennale: "Il mero fatto che alcuni rischi connessi al clima siano percepiti come rischi che sono per loro natura a lungo termine non deve indurre le imprese a concludere sic et simpliciter che il clima non costituisce una questione rilevante."

Successivamente gli Orientamenti passano a fornire linee guida per l'individuazione e la rendicontazione dei rischi e le opportunità relativi al *climate-change*¹⁹. La parte 3 "Informativa raccomandata e orientamenti complementari" della Comunicazione del 2019 si concentra sull'informativa climatica che le imprese dovrebbero riportare in relazione ai cinque ambiti indicati nella direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: a) modello

on disclosure, and the growing investment risks surrounding sustainability, we will be increasingly disposed to vote against management and board directors when companies are not making sufficient progress on sustainability-related disclosures and the business practices and plans underlying them."

¹⁹ Essi devono essere valutati in una doppia prospettiva: da un lato i rischi che l'attività d'impresa possa risultare in una ripercussione negative sul clima ed i rischi che il cambiamento climatico possa generare conseguenze negative sulla *performance* d'impresa. Per quanto riguarda le possibili ricadute negative sul *business*, nell'ambito del *risk management* sono andate consolidandosi alcune classificazioni di rischio che, riprese nelle Raccomandazioni TCFD, sono state integralmente assunte negli Orientamenti europei. La prima macro-classificazione distingue tra i rischi che derivano dal processo di transizione verso un'economia sostenibile, cd. *rischi di transizione*, ed i rischi che derivano dalle conseguenze fisiche dei cambiamenti climatici e sono chiamati, per l'appunto, *rischi fisici*.

Allo stesso tempo è ben ricordare che il cambiamento climatico può avere anche un impatto positivo sull'impresa, le imprese sono tenute a riportare quali opportunità derivino dalle politiche implementate sui temi ESG. Viene inoltre suggerito di rendicontare gli impatti relativi l'intera catena del prodotto, questa definizione è più ampia di quella che limita alla catena di fornitura perché si estende fino alla fine del ciclo finale del prodotto ricomprendendo anche il suo destino finale.

aziendale, b) politiche e dovuta diligenza, c) risultato delle politiche, d) principali rischi e loro gestione, e) indicatori fondamentali di prestazione. Gli orientamenti individuano un set minimale di informazioni²⁰ di cui viene raccomanda la comunicazione per ciascuno dei menzionati ambiti.

Vengono, inoltre, forniti alcuni orientamenti ulteriori definiti "complementari"; essi riguardano le informazioni di maggior dettaglio che un'impresa potrebbe voler riportare al fine di descrivere in maniera comprensibile il proprio impatto. Infine, oltre all'informativa raccomandata e gli orientamenti complementari, la parte tre include delle tabelle sintetiche con esplicito richiamo al framework della TCFD.

L'Allegato I della Comunicazione "Orientamenti complementari per le banche e le imprese di assicurazione" contiene specifiche indicazioni per queste imprese finanziarie. In particolare, in virtù delle differenze sostanziali in chiave gestionale ed operativa che distinguono le imprese finanziarie e non, la Commissione ha ritenuto necessario fornire specifici indicatori di prestazione. L'allegato non è rivolto alle altre imprese del settore finanziario (ad esempio società di gestione patrimoniale, fondi pensionistici ecc.), in quanto non rientrano nel campo di applicazione della Direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (tuttavia, alcune delle proposte di informativa sono utili anche a questi soggetti economici)²¹.

3. Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria (TUF) dispone che le società quotate aventi l'Italia come stato membro d'origine mettano a disposizione del pubblico nelle modalità previste dalla Consob la

²⁰ "L'impresa dovrebbe prendere in considerazione l'opportunità di seguire tali raccomandazioni nella misura necessaria a consentire la comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività."

²¹ Gli Orientamenti del 2019 contengono, a conclusione, nell'Allegato II una "Mappatura degli obblighi di cui alla direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e dell'informativa raccomandata dalla TCFD".

relazione finanziaria annuale entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio (art. 154-ter – Relazioni Finanziarie) inclusa l'attestazione del dirigente preposto alla redazione dei bilanci (art. 156-bis). Anche la relazione del revisore e del collegio sindacale devono essere pubblicate entro lo stesso termine.

L'art. 118-bis - Controllo sulle informazioni fornite al pubblico, affida alla Consob, che lo disciplina con proprio regolamento, il compito di verificare la conformità dell'informativa societaria pubblicata, inclusi i dati contabili, alla legge ed ai principi contabili internazionali. L'Autorità ha successivamente prodotto la normativa secondaria attraverso il Regolamento Emittenti Consob, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (e successive modifiche).

La necessità di recepire la NFRD, ha posto l'Italia nella condizione di novellare ed ampliare il ristretto campo delle informazioni ESG diffuse obbligatoriamente dalle imprese²². In *primis*, in sede di recepimento, al legislatore nazionale è spettato il compito di definire in maniera puntuale i soggetti passivi che annualmente sono tenuti a pubblicare una Dichiarazione Non Finanziaria individuandoli (articolo 1) negli Enti di Interesse Pubblico (EIP) definiti dall'articolo 16, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 2010²³, n. 39, tra i quali i più rilevanti sono senz'altro le società quotate, le banche e gli altri intermediari finanziari²⁴.

²² In precedenza, riferibile principalmente alla Relazione sulla *Corporate Governance* (art. 123-bis TUF).

²³ Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 – Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE. In particolare, il Capo V del decreto è riservato agli enti di interesse pubblico, ossia operatori a cui viene riconosciuta una particolare rilevanza per il Paese ed a cui pertanto vengono applicati controlli più stringenti in tema di revisione legale dei conti, *in primis* l'impossibilità per il collegio sindacale di tali enti di svolgere tale compito. Inoltre, i revisori degli EIP, oltre ad essere sottoposti alla vigilanza della Consob, pubblicano annualmente una relazione di trasparenza sulla propria struttura e sull'attività svolta e sono assoggettati a regole più stringenti in materia di indipendenza.

²⁴ La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia e l'Ivass, può individuare in via regolamentare ulteriori società da qualificare Enti di Interesse Pubblico, in relazione alla rilevanza dell'interesse pubblico all'accuratezza e affidabilità dell'informativa finanziaria.

Oltre ad appartenere alla categoria EIP, per essere soggetta all'obbligo della NFRD, un'impresa deve superare alcune soglie dimensionali (art. 2), specificatamente un volume di forza lavoro impiegata in media nel corso dell'ultimo esercizio superiore alle 500 unità (misura mutuata dal disposto della direttiva) e, alternativamente, uno di questi due limiti economici: a) totale attivo di bilancio superiore ai 20 milioni di euro;b) ricavi netti da vendita di beni o servizi maggiori di 40 milioni di euro. Tuttavia, l'articolo 7 prevede, per i soggetti diversi da quelli ex art. 2, la possibilità di pubblicare una DNF conforme al decreto in forma volontaria.

L'articolo 3 disciplina il contenuto delle Dichiarazioni Non Finanziarie²⁵: mentre il primo comma richiama gli ambiti ed i temi essenziali dettati dalla Direttiva, di maggiore portata innovativa risulta il secondo comma dove viene specificato un contenuto minimale di informazioni relativo ai diversi temi. Il comma 3 si occupa della struttura della disclosure, con riguardo alla storicità dell'informazione è previsto che i dati presentati siano riportati perlomeno per l'esercizio precedente in comparazione all'attuale. Inoltre, ai fini di affidabilità della reportistica, deve essere esplicitamente menzionato lo standard di rendicontazione adottato e, nel caso in cui differisca da quello utilizzato per la relazione dell'anno precedente, ne va fornita motivazione (inoltre, il quarto comma permette l'utilizzo di una metodologia di rendicontazione autonoma purché sia "fornita una chiara ed articolata descrizione della stessa e delle motivazioni per la sua adozione all'interno della dichiarazione non finanziaria").

Qualora una tematica previsto dal Decreto non venga rendicontata nella DNF è necessario provvedere a riportare una valida spiegazione chiara ed articolata (art. 3, c. 6): si tratta dell'applicazione del citato principio *comply or explain*. In tema di responsabilità e controllo, l'articolo 3 affida agli amministratori

256

²⁵ Individuali, mentre l'articolo 4 è dedicato alla disciplina delle DNF consolidate, incluso l'esonero previsto per le società controllate.

la responsabilità di garantire, agendo secondo criteri di professionalità e diligenza, la redazione e pubblicazione della DNF, mentre spetta all'organo di controllo il compito di vigilare sul rispetto delle disposizioni del decreto e di riferirne nell'annuale relazione all'assemblea²⁶. Infine, è previsto che il revisore del bilancio attesti l'avvenuta predisposizione e pubblicazione della DNF, mentre lo stesso soggetto, o altro soggetto abilitato, esprime, con apposita relazione (distinta da quella relativa al bilancio), un'attestazione circa la conformità delle informazioni fornite rispetto alle previsioni del decreto legislativo e rispetto ai principi, alle metodologie di rendicontazione adottati dall'impresa: si tratta di un sistema di verifica più esteso della normativa europea che prevedeva unicamente l'accertamento dell'avvenuta predisposizione del documento.

In tema di svolgimento dell'incarico il decreto riporta che "Le conclusioni sono espresse sulla base della conoscenza e della comprensione che il soggetto incaricato di effettuare l'attività di controllo sulla dichiarazione non finanziaria ha dell'ente di interesse pubblico, dell'adequatezza dei sistemi, dei processi e delle procedure utilizzate ai fini della preparazione della dichiarazione di carattere non finanziario", sembra quindi configurarsi una portata dell'attività di revisione più circoscritta rispetto a quella svolta sulle informazioni finanziarie. Ne è conseguito, nella totalità dei casi nei primi quattro anni di pubblicazione di DNF, un grado di qualificato approfondimento dal principio internazionale di revisione "International Standard on Assurance Engagements ISAE 3000 (Revised) -Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information", emanato dall'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) per gli incarichi limited assurance. Tale principio richiede la pianificazione e lo svolgimento di procedure al fine di acquisire un livello di sicurezza limitato che la DNF non contenga errori significativi. Pertanto, l'esame comporta un'estensione di

 $^{26}\,\mathrm{Di}$ cui al già richiamato art. 156-bis TUF

lavoro inferiore a quella necessaria per lo svolgimento di un esame completo secondo l'ISAE 3000 Revised ("reasonable assurance engagement") e, conseguentemente, non consente di avere la sicurezza di essere a conoscenza di tutti i fatti e le circostanze significativi che potrebbero essere identificati con lo svolgimento di tale esame. Dall'obbligo di revisione sono esonerate le dichiarazioni volontarie ex art. 7 se il documento contiene chiara indicazione dell'assenza di controllo e se la dimensione economica dell'attività è medio-piccola, lo scopo è, come richiamato nella Direttiva, incentivare le PMI a produrre informativa di propria iniziativa scongiurando un aggravio dei costi di compliance.

L'articolo 4 disciplina le Dichiarazioni Non Finanziarie Consolidate pubblicate da un'impresa madre, mentre l'articolo 6 elenca i casi di esonero facendo riferimento in particolare alle società controllate da una *holding* a sua volta già sottoposta all'obbligo (in Italia o in un altro Paese dell'Unione Europea).

Il decreto affida alla Consob il compito di irrogare le sanzioni elencate dall'articolo 8 per l'inosservanza delle disposizioni in esame. Infine, in tema di "Poteri e coordinamento tra le autorità" (articolo 9), si incarica la Consob (sentite la Banca d'Italia e l'IVASS per i profili di loro competenza) di disciplinare con regolamento, le modalità ed i termini per: a) la trasmissione e pubblicazione delle dichiarazioni non finanziarie; b) la verifica delle DNF da parte della stessa autorità; c) lo svolgimento dell'incarico di verifica da parte del revisore legale ed i principi di comportamento a cui attenersi.

Con Delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018²⁷, la Consob ha quindi adottato il *Regolamento sulla Comunicazione di Informazioni di Carattere non Finanziario* (Regolamento DNF). In tema di modalità di pubblicazione della DNF, per gli emittenti quotati e diffusi che redigono (in tutto o in parte) una relazione non finanziaria distinta dalla relazione sulla gestione viene previsto il ricorso ai

²⁷ La delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018 e l'allegato regolamento sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale n. 21 del 26 gennaio 2018 e in CONSOB Bollettino quindicinale n. 1.2., gennaio 2018.

meccanismi di stoccaggio come già previsto dall'art. 113-ter TUF e dal Regolamento Emittenti per l'informativa finanziaria periodica da effettuarsi contestualmente alla pubblicazione del bilancio. Per quanto riguarda invece i soggetti diversi dai precedenti, che obbligatoriamente o volontariamente pubblicano una DNF nel corso dell'anno, essi sono tenuti a pubblicare il documento sul proprio sito internet ed a tenerlo disponibile per un periodo di tempo non inferiore a cinque anni, essi devono inoltre trasmettere lo stesso documento alla Consob entro 15 giorni dalla pubblicazione. In questo modo l'autorità riceve tutte le Dichiarazioni finanziarie pubblicate nel periodo e predispone uno specifico elenco sul proprio sito²⁸.

Successivamente il regolamento disciplina i "Compiti del revisore incaricato della revisione legale del bilancio" (articolo 4) ed il contenuto della "Relazione sulla dichiarazione non finanziaria" rilasciata dallo stesso o altro revisore che ha assolto l'incarico per la DNF. Infine, l'art. 6 si occupa dei "Criteri per l'esame, da parte della Consob, dell'informazione non finanziaria". Viene stabilito che la verifica venga effettuata su base campionaria: i criteri di selezione, che devono tenere in considerazione i principi di rotazione e casualità, vengono stabiliti annualmente con apposita delibera.

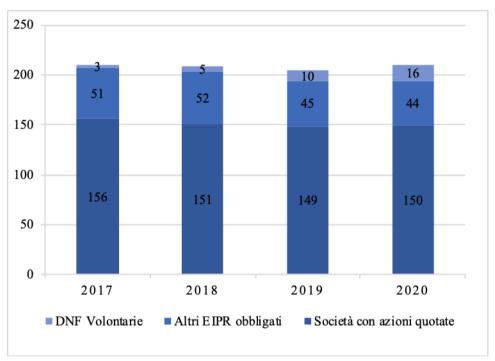
3.1. Il Decreto legislativo numero 254 del 2016 è applicabile a partire dall'esercizio 2017, pertanto nel corso del 2018, in ottemperanza ai tempi previsti dalla legislazione, sono state pubblicate le prime Dichiarazioni Non Finanziarie da parte delle imprese obbligate o in forma volontaria.

In base all'art. 3, comma 3 del regolamento Consob sulla Comunicazioni di carattere non Finanziario, la stessa Autorità pubblica periodicamente sul proprio sito l'elenco delle società che hanno inviato la DNF. Sulla base delle delibere

²⁸ https://www.consob.it/web/area-pubblica/soggetti-che-hanno-pubblicato-la-dnf.

succedutesi nel corso degli anni si rappresenta il quadro delle DNF finora pubblicate²⁹ suddivise nelle principali tre categorie: società quotate, altri EIPR e DNF volontarie.





Complessivamente si può affermare che il fenomeno della rendicontazione non finanziaria in Italia sta concludendo la fase giovanile, con oltre 800 documenti già pubblicati in ottemperanza alla NFRD. È possibile identificare un segno distintivo nel ricorso da parte di tutte le società italiane che redigono la DNF agli standard della *Global Reporting Initiative* come *framework* principale di rendicontazione: le cause di questo fenomeno non sono accertate; tuttavia, la struttura modulare e la necessità di sottoporre i documenti a revisione (seppur limitata) imposta dal legislatore italiano possono aver influito su questa scelta.

²⁹ Con riferimento alle DNF 2017: Delibera Consob 20586 del 20 settembre 2018; DNF 2018: Delibera Consob n. 21273 del 20 febbraio 2020 e per le DNF 2019: Delibera Consob n. 21537 del 15 ottobre 2020 e Delibera Consob n. 21723 del 10 febbraio 2021, DNF 2020 Determinazione dirigenziale n. 61 del 4 febbraio 2022.

³⁰ Dichiarazioni non finanziarie pubblicate con riferimento agli anni 2017-2020, elaborazione a cura dell'autore su dati Consob.

Allo stesso tempo si desume una bassa predisposizione delle imprese italiane di qualsiasi dimensione a diffondere una DNF volontaria, nonostante gli incentivi sia in sede di *compliance* (esonero dall'obbligo di revisione) sia in termini di costi. Difatti in base Delibera n. 22135 del 22 dicembre 2021, concernente la contribuzione dovuta alla Consob a cui sono tenuti i soggetti vigilati ai sensi dell'art. 40 della legge n. 724/1994, aggiornata per l'esercizio 2022³¹, per i soggetti tenuti alla pubblicazione della DNF il contributo è pari ad € 2.030,00 pro-capite. Sono esentati dal pagamento del contributo i soggetti che pubblicano la dichiarazione non finanziaria su base volontaria di cui all'art. 7 del d.lgs. n. 254/2016 o non si avvalgono dell'esonero di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 254/2016.

Al fine di indagare le cause della ridotta diffusione delle DNF volontaria tra il 1° settembre ed il 30 novembre 2020 la Consob ha lanciato una *Call for evidence* con l'obiettivo di raccogliere le opinioni dagli *stakeholders* circa le ragioni del limitato ricorso al *non financial reporting* su base volontaria. I risultati sono stati successivamente pubblicati dalla stessa Autorità l'11 maggio 2021 ed hanno evidenziato che i rispondenti, pur ritenendo che la pubblicazione della DNF abbia effetti benefici sia interni relativi alla gestione ed al *reporting*, sia esterni con riferimento al livello reputazionale, sottolineano le criticità nel reperire le informazioni ai fini della compilazione della DNF e gli eccessivi costi legati alla redazione della DNF anche in ragione della necessità di impiegare risorse umane con competenze specialistiche.

3.2. A differenza di quanto avviene per l'informativa finanziaria periodica, dove è previsto dalla normativa europea armonizzata a livello di tutti i Paesi membri l'utilizzo del framework dello IASB basato sugli standard IAS/IFRS, con riferimento alle dichiarazioni non finanziarie, la legge rimette la decisione

³¹ https://www.consob.it/web/area-operativa-interattiva/contributi-di-vigilanza.

all'impresa che possono: "(...) basarsi su standard nazionali, unionali o internazionali, specificando lo standard seguito." (art. 1 NFRD).

Questa scelta è particolarmente significativa per la gestione della società, poiché non impatta temporalmente solo nel momento di chiusura dell'esercizio, ma comporta una ridefinizione del processo di *reporting* interno da rendere operativo congiuntamente all'evoluzione dell'esercizio annuale.

Nel corso degli anni diverse organizzazioni, principalmente enti internazionali senza scopo di lucro costituiti *ad hoc* hanno pubblicato standard e/o *framework* per la reportistica di sostenibilità. Essi si differenziano tra loro per alcune caratteristiche:

- generalità o specificità: alcuni framework sono previsti esclusivamente per la rendicontazione di uno o alcuni specifici temi non finanziari, ad esempio le emissioni GES, altri sono invece riservati alle imprese di un determinato settore;
- struttura rigida, modulare o integrata: diverse iniziative impongono il contenuto informativo, altre rimettono all'impresa la scelta di quali informazioni rendicontare, altre ancora propongono di espandere il set informativo della relazione finanziaria al fine di creare un documento unico di reportistica finanziaria/non finanziaria;
- concetto di materialità³² finanziaria, dinamica, doppia: si tratta di individuare quali sono i temi non finanziari da qualificare come rilevanti e quindi rendicontare. La materialità finanziaria è definita dalla Direttiva Accounting come "lo stato dell'informazione quando la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori sulla base del

.

³² Mosca e Picciau, "Making Non-Financial Information Count: Accountability and Materiality in Sustainability Reporting" (February 10, 2020). Finance Durable et Droit: Perspectives Comparées (Hugues Bouthinon-Dumas, Bénédicte François & Anne-Catherine Muller eds., 2020, Forthcoming), Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3536460, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3536460

bilancio dell'impresa"³³ essa rileva solo sul profilo economico-patrimoniale. La doppia materialità è un concetto più ampio che individua i temi come rilevanti se l'impresa produce un impatto su di essi o se essi esercitano una qualche forma di effetto sull'impresa. La materialità dinamica è invece un concetto elastico che permette di adattare l'utilizzo degli standard alle diverse legislazioni mondiali vigenti.

La NFRD nei Considerando richiama quasi trenta diverse iniziative relative alla rendicontazione di tematiche ESG, di seguito si presentano brevemente le iniziative più diffuse nel panorama italiano delle DNF.

I - GRI Standard

La Global Reporting Initiative è un'organizzazione non governativa fondata nel 1997 con lo scopo di creare standard per la rendicontazione non finanziaria. L'ultima versione degli Standard GRI che ha comportato una profonda rivisitazione del framework è stata diffusa nel 2021 e sarà applicabile a partire dai bilanci di sostenibilità pubblicati nel 2023. Per quanto rileva nella presente trattazione si farà riferimento all'attuale framework pubblicato nel 2016 e basato su un approccio modulare, è infatti composto da una serie di Standard Universali (serie 100) applicabili da tutte le imprese e da una serie di Standard Specifici per l'ambito economico (serie 200), ambientale (serie 300) o sociale (serie 400) da utilizzare per ogni tema rilevante. Ogni standard contiene dei Requisiti di rendicontazione che prescrivono l'informativa minima necessaria da ripotare, Raccomandazioni di rendicontazione con l'informativa di dettaglio consigliata e Linee guida che illustrano il dettaglio anche attraverso esempi chiarificatori. La diffusione egemonica di questi standard tra le DNF italiane ha sollecitato la nascita di iniziative volontarie atte a fornire ulteriore supporto alle imprese di determinati settori: è il caso delle "Linee Guida per la Rendicontazione Non Finanziaria in Banca

³³ Art. 2, par. 16, Direttiva 2013/34/UE.

- Riflessioni e proposte di lavoro alla luce del d.lgs. n. 254/2016", realizzata dall'ABI l'associazione delle banche italiane in collaborazione con la Luiss, che fanno ampio riferimento ai GRI Standards. I GRI Standard nelle loro diverse configurazioni sono utilizzati da tutti le società che redigono le DNF in Italia.

II - Le Raccomandazioni TFCD

La Task-force sulla Climate-related Financial Dislcosure (TFCD) è stata creata dal Financial Stability Board, un organismo del G20 che ha il compito di fornire raccomandazioni sulla stabilità dell'economia globale. Scopo del gruppo era migliorare ed incrementare la diffusione della rendicontazione delle informazioni finanziarie relative al clima. Ad esito dei lavori della task-force, nel luglio 2017 è stato pubblicato il documento TFCD Reccomendations, contenente undici suggerimenti per una completa rendicontazione climatica suddivisi in quattro aree tematiche. Le raccomandazioni sono basate sul concetto di materialità finanziaria, per la quale è necessario rendicontare gli effetti che il cambiamento climatico può avere sulla capacità di generare valore dell'impresa. Sono suddivise in quattro aree tematiche: I) Governance, II) Strategia: III) Gestione del rischio: IV) Metriche e obiettivi. Il documento è, come detto, richiamato dagli Orientamenti della Commissione UE: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima (2019/C 209/01). Inoltre, il primo marzo 2021, la Consob ha comunicato di essere entrata a far parte delle Autorità finanziarie che supportano l'utilizzo delle raccomandazioni relative alle modalità di rendicontazione delle informazioni necessarie per valutare i rischi e le opportunità legate al cambiamento climatico³⁴: l'autorità si attende una maggiore diffusione delle raccomandazioni all'interno delle DNF italiane.

III - Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU (UN-SDGs)

L'Assemblea Generale dell'ONU del 2015 ha approvato un documento

264

 $^{^{34}} https://www.consob.it/documents/46180/46181/cs_20210301.pdf/d1189f81-687e-4616-b2e7-cceaf3e7face.\\$

chiamato *Agenda 2030* contenente le proposte necessarie per raggiungere un futuro più sostenibile per tutti, concretizzate in 17 obiettivi. La successiva risoluzione ONU del 2017 ha approvato specifici *target* ed indicatori per ogni obiettivo. L'*Agenda 2030* è stata ratificata dai 193 Stati membri che si sono impegnati ad integrare gli *obiettivi di sviluppo sostenibile* (*Sustainable Development Goals* – SDGs) nelle loro politiche governative, tra i quali l'UE. In tema di rendicontazione di sostenibilità, le imprese inseriscono nella loro DNF informativa in merito al contributo (sia esso positivo o negativo) che la loro attività apporta agli SDG su cui esercita un impatto rilevante.

IV - Integrated Reporting <IR>

Si tratta di un processo di rendicontazione che ha lo scopo di fornire al lettore del report una rappresentazione integrata della *performance* di un'azienda in termini di informazioni finanziarie e non. Il *framework* è pubblicato dall'*International integrated reporting council*, organismo creato su iniziativa del Principe di Galles ed al quale aderiscono *standard setter*, investitori ed altri portatori d'interesse.

V - SASB Standards

Il Sustainability Accounting Standard Board (SASB) è un'organizzazione senza scopo di lucro, fondata nel 2011 da Jean Rogers con il fine di sviluppare standard contabili di sostenibilità. Le caratteristiche principali sono essenzialmente due: il focus sulla materialità finanziaria e l'essere sector-specific, ossia gli standard differiscono a seconda del settore di operatività dell'impresa che redige il report.

Nel corso del 2021 l'International Integrated Reporting Council ed il Sustainability Accounting Standard Board hanno annunciato una fusione per dar luce ad un nuovo progetto denominato: Value Reporting Foundation.

4. Il decreto legislativo 254 affida alla Consob il compito di irrogare le

sanzioni elencate dall'articolo 8 qualora venga accertata una violazione della normativa sulle Dichiarazioni Non Finanziarie. In particolare: agli amministratori è possibile comminare una pena pecuniaria di 100.000 euro in caso di non pubblicazione della DNF nei tempi previsti (ridotta a 20.000 se viene posto rimedio nei 30 giorni successivi), mentre si applica una pena da 20.000 a 100.000 euro in caso di dichiarazione non conforme. Stessa sanzione è inoltre prevista per i componenti dell'organo di controllo, salvo che la non-conformità sia relativa a "fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero ovvero all'omissione di fatti materiali rilevanti la cui informazione è prevista ai sensi degli articoli 3 e 4" per il qual caso è previsto l'innalzamento del range sanzionatorio al livello di 50.000-150.000 euro (tutti gli importi sono invece ridotti del 50% qualora si tratti di DNF volontaria). Con riferimento al profilo del revisore della DNF, è prevista la sanzione di € 20.000-50.000 in caso di omessa verifica di predisposizione e di 20.000-100.000 in caso di validazione di DNF rivelatasi successivamente. Le sanzioni sono commisurate alla gravità della condotta oltre che alla natura (obbligatoria o volontaria) della DNF.

Analogamente per quanto riguarda le relazioni finanziarie annuali, l'art. 193 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) "Sanzioni amministrative in tema di informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale" disciplina le ammende da comminare in caso di inosservanza delle disposizioni degli articoli 114, commi 5, 7 e 9, 114 bis, 115, 116, comma 1-bis, 154 bis, 154 ter e 154 quater, o delle relative disposizioni attuative. In particolare, rilevano in questa sede l'art. 154-ter "Relazioni finanziarie" e 114 "Comunicazioni al pubblico". Il 1° comma si applica "nei confronti di società, enti o associazioni tenuti a effettuare le comunicazioni previste", per le quali il legislatore ha previsto una delle seguenti sanzioni: i) dichiarazione pubblica indicante la natura della violazione accertata ed il

responsabile (o i responsabili), ii) ordine di eliminare l'infrazione e l'imposizione di misure per correggerla,

o iii) sanzione pecuniaria da euro 5.000 a euro 10.000.000 (o al 5% del fatturato se maggiore). L'art. 193 estende inoltre le stesse sanzioni alle persone fisiche (la multa è limitata ad un massimo di 2.000.000 di euro), mentre il comma 1.2 include anche i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché del personale, qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare dette violazioni da parte della persona giuridica.

In principio è quindi presente una sostanziale differenza, poiché per le DNF il novero dei soggetti sanzionabili si limita alle persone fisiche. Si evidenzia, inoltre, un ventaglio più ampio di possibili sanzioni (tre) per l'informativa finanziaria, mentre per le DNF è prevista la sola pena pecuniaria: su questo punto è inoltre possibile rilevare che l'intervallo monetario descritto dall'art. 193 TUF è più esteso dell'art.8 del d.lgs 254 essendo il minimo editale inferiore nel TUF (€ 5.000) mentre il limite superiore è ben più ampio (€ 10.000.000+ vs. € 100.000).

In tema di "Poteri e coordinamento tra le autorità" (D.lgs 254/2016, art. 9), viene applicato anche all'ambito di verifica della correttezza delle informazioni riportate nella DNF quanto previsto dall'art. 115 c. 1 TUF "Comunicazioni alla CONSOB": si tratta del potere in capo all'autorità di richiedere "la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità" agli enti che per qualsiasi ragione pubblicano una DNF ed ai componenti dei loro organi sociali. L'estensione dell'art.115 ha ottenuto il risultato di rendere le discipline omogenee in tema di potere informativo. Inoltre, il comma 2 affida alla Commissione il potere di ordinare la correzione o integrazione di un documento non conforme agli articoli 3 e 4 ed il termine per adempiervi. In questo caso è possibile riconoscere, mutatis mutandis, diversi tratti in comune con il disposto dell'art. 154-ter, c. 7, TUF che riserva alla Consob, in caso di non conformità delle relazioni finanziarie, il potere di

richiedere all'emittente di rendere pubblica tale circostanza e di provvedere alla pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare una corretta informazione del mercato (fermi restando i poteri previsti dall'articolo 157³⁵).

Per quanto riguarda lo svolgimento dei controlli nell'ambito dell'attività di supervisione, l'art. 6 del regolamento Consob sulla comunicazione di informazioni non Finanziarie si occupa dei "Criteri per l'esame, da parte della Consob, dell'informazione non finanziaria". Viene stabilito che la verifica venga effettuata su base campionaria, scelta che sembra essere adeguata alla dimensione del fenomeno nel contesto italiano, attestatosi in media sulle circa due centinaia di documenti pubblicati in ogni esercizio.

I criteri di selezione vengono stabiliti annualmente con apposita delibera, tenendo presente:

- le segnalazioni che possano essere rilevanti per l'informativa non finanziaria, pervenute dall'organo di controllo o dal revisore incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio;
- 2) tutti i casi in cui il revisore designato non esprima un'attestazione positiva in assenza di rilievi;
- 3) le informazioni significative ricevute anche da altre amministrazioni o soggetti interessati;
- 4) gli elementi acquisiti in relazione agli emittenti assoggettati al controllo sull'informativa finanziaria ai sensi del Regolamento Emittenti (art. 89-

_

³⁵ Art. 157 TUF, Effetti dei giudizi sui bilanci, "1. Salvi i casi previsti dall'articolo 156, comma 4, la deliberazione dell'assemblea o del consiglio di sorveglianza che approva il bilancio d'esercizio può essere impugnata, per mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione, da tanti soci che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale. Tanti soci che rappresentano la medesima quota di capitale della società con azioni quotate possono richiedere al tribunale di accertare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione. 2. La CONSOB può esercitare in ogni caso le azioni previste dal comma 1 entro sei mesi dalla data di deposito del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato presso l'ufficio del registro delle imprese."

quater);

5) al fine di consentire a tutti i soggetti di essere selezionati devono essere tenuti in considerazione il principio di rotazione e l'estrazione casuale.

Come visto, la stessa disposizione sulle DNF cita l'analoga disciplina per l'informativa finanziaria ai sensi del RE. La sezione VI-bis Controllo sulle informazioni fornite al pubblico, del capo II Comunicazioni al pubblico, della parte III Emittenti, del "Regolamento emittenti" Consob è composta da un solo articolo: l'89-quater "Criteri per l'esame dell'informazione diffusa da emittenti strumenti finanziari". L'art. 89-quater stabilisce che il controllo si effettua su base campionaria coerentemente con i principi emanati dall'ESMA³⁶. La selezione annuale, che riguarda almeno un quinto degli emittenti, è da effettuarsi su criteri risk-based in termini di correttezza e completezza dell'informazione. La Consob stabilisce ogni anno con apposita delibera i parametri di selezione, tenendo in conto la performance economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate, le segnalazioni ricevute dall'organo di controllo e dal revisore dell'emittente, l'attività sui titoli; le informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati.

Una quota non superiore ad un quinto dell'insieme degli emittenti selezionati (20%*20%= max 4% del totale) è determinata su base casuale in modo da rendere possibile la verifica possibile per tutti gli emittenti, anche quelli per i quali *a priori* non si evidenzino rischi significativi.

Nel caso dell'attività di vigilanza, è maggiormente evidente la sovrapposizione tra le discipline dell'informativa finanziaria e non: esse infatti condividono la base campionaria (anche se nel caso delle DNF non viene indicato una quota minima di documenti da selezionare), l'orientamento sul rischio di

³⁶ In particolare, la Linea guida numero 5 delle ESMA *Guide Lines on Enforcement of Financial Information* prescrivono di adottare un modello di selezione misto con componenti *risk-based*, casuale e di rotazione degli emittenti.

informazioni non corrette e la selezione casuale. Inoltre, tra i parametri di selezione suggeriti per entrambi sono presenti le segnalazioni dell'organo di controllo, del revisore, di altre amministrazioni e soggetti interessati. Infine, il maggiore tratto di continuità è dato da uno dei punti dell'elenco dei parametri dell'art. 6 del Regolamento DNF dove vengono esplicitamente richiamati "[Gli] elementi acquisiti in relazione agli emittenti assoggettati al controllo sull'informativa finanziaria ai sensi dell'articolo 89-quater del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e le successive modificazioni ("Regolamento Emittenti") che possano essere rilevanti per l'informativa non finanziaria"; da questo si può desumere una tendenza (o quanto meno, l'ambizione) verso la vigilanza di un'informativa integrata finanziaria/non-finanziaria.

Cionondimeno sulla materia influisce anche l'attività di armonizzazione svolta dall'ESMA che si avvale di una serie di strumenti (tool) per la vigilanza dell'informativa finanziaria e l'applicazione coerente degli standard, essi sono: la pubblicazione di Linee Guida; di dichiarazioni, opinioni e report; di estratti di decisioni di enforcement nonché l'adozione delle Priorità europee comuni sulla vigilanza dell'informativa finanziaria (European Common Enforcement Priorities – ECEP). È alle priorità europee sulla vigilanza, oltre alle già citate Guide Lines on Enforcement of Financial Informations, cui la Consob fa riferimento nel primo comma dell'art. 89-quater RE dove si riporta che "la Consob effettua il controllo sull'informazione finanziaria contenuta nei documenti resi pubblici ai sensi di legge dagli emittenti (...) coerentemente con i principi emanati in materia dall'AESFEM".

In particolare, dal 2012, l'ESMA identifica annualmente le ECEP al fine di promuovere l'applicazione coerente della legislazione europea in materia di IFRS. Tali priorità sono al centro della supervisione dei bilanci degli emittenti da parte delle Autorità Nazionali Competenti e sono rese pubbliche in modo che le società

quotate ed i revisori ne tengano debitamente conto durante l'attività di predisposizione e verifica dei bilanci IFRS. Con l'entrata in vigore della NFRD l'attenzione dell'autorità europea ha iniziato a convergere anche sugli aspetti della non-financial information, infatti il comunicato ECEP 2018³⁷ contiene per la prima volta una struttura rivisitata in due sezioni dove, la Sezione 1 contiene le "Priorità relative ai bilanci IFRS", mentre la Sezione II, introdotta per la prima volta, fa specifico riferimento agli altri documenti che compongono la relazione finanziaria annuale, diversi dal bilancio, quali: la relazione sulla gestione e la rendicontazione di informazioni non finanziarie. Successivamente, nel Public Statement dell'ESMA "European common enforcement priorities for 2019 annual financial reports", pubblicato il 22 ottobre 2019³⁸, assume maggiore rilevanza e dettaglio la "Section 2: Topics related to other parts of the annual report". Infine, per quanto riguarda le priorità di vigilanza per il 2020, nel suo Public statement pubblicato il 28 ottobre 2020³⁹, si assiste ad una nuova modifica della struttura, dove come si comprende dalla nuova denominazione della "Section 2: Priorities19 related to non-financial statements"⁴⁰ si evince una maggiore enfasi sulla supervisione delle DNF.

Il decreto legislativo 254/2016 qualifica la Consob come autorità incaricata della supervisione dell'informativa non finanziaria (sentite Banca d'Italia e IVASS per i profili di loro competenza). La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha quindi deciso di ripartire internamente la competenza tra l'Ufficio Vigilanza Informazione Emittenti (VIE), incardinato all'interno della Divisione Informazione Emittenti (DIE) la cui missione è quella di vigilare sulla correttezza e la

³⁷ Public statement - European common enforcement priorities for 2018 annual financial reports, ESMA 32-63-503 del 26.10,.2018.

³⁸ Public statement - European common enforcement priorities for 2019 annual financial reports, ESMA 32-63-791 del 22.10.2019.

³⁹ *Public Statement - European common enforcement priorities for 2020 annual financial reports*, ESMA 32-63-1041 del 28.10.2020.

⁴⁰ Per gli altri documenti è aggiunta una Sezione 3: "Other considerations related to alternative performance measures (APMs)".

completezza dell'informativa sulla situazione economico-finanziaria e gestionale degli emittenti quotati nei mercati regolamentati o diffusi e l'*Ufficio Controlli Societari e Tutela dei Diritti dei Soci (COT)*, operante nell'ambito della *Divisione Corporate Governance (DCG)*, il cui compito è quello di vigilare sul rispetto delle norme che sovraintendono al corretto governo dell'impresa e all'esercizio dei diritti dei soci di emittenti quotati e diffusi nonché sul rispetto della disciplina in materia di operazioni con parti correlate e di assemblea di emittenti quotati e diffusi. La scelta della Commissione è interpretabile in virtù, da un lato, dell'esperienza maturata dall'ufficio VIE nella vigilanza dei documenti finanziari, e dall'altro dalle conoscenze delle dinamiche societarie e di *corporate governance* di COT.

5. Nell'ambito della programmazione pluriennale la Commissione Von der Leyen ha stabilito le priorità per il 2019-2024. In particolare, il Green Deal europeo41 è un ambizioso progetto di transizione verso un'economia sostenibile, la cui realizzazione comporterà la trasformazione dell'UE in un'economia moderna, competitiva efficiente sotto il profilo delle risorse e sostenibile, garantendo l'azzeramento delle emissioni nette di Gas a Effetto Serra entro il 2050.

Nell'ambito degli obiettivi per il 2020 del piano⁴², la Commissione si è impegnata a rivedere la *Non-Financial Reporting Directive* in quanto la corretta informativa sulla sostenibilità delle imprese è un pilastro per il raggiungimento degli obiettivi della transizione. Nel febbraio 2020, è stata lanciata una consultazione pubblica sulla NFRD, al fine di raccogliere le valutazioni degli *stakeholder* sui primi anni di applicazione della disciplina: l'esito dell'indagine ha

⁴¹Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al Consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "*Il Green Deal europeo*", COM(2019) 640 final Bruxelles, 11. Dicembre 2019.

⁴² Comunicazione della Commissione "*Il Green Deal europeo*" (COM(2019) 640 final).-Programma di lavoro adattato 2020 della Commissione (COM(2020) 440 final).

evidenziato che il quadro giuridico vigente non garantisce il pieno soddisfacimento delle esigenze informative degli utenti finali delle DNF; in particolare, è stato evidenziato un crescente divario tra le informazioni non finanziarie comunicate dalle imprese e le richieste degli utenti a cui tali informazioni sono destinate. Le principali criticità evidenziate hanno riguardato: la mancata o parziale rappresentazione di alcuni temi, l'attendibilità e comparabilità delle informazioni, le difficoltà nell'individuare le informazioni all'interno dei documenti e la disclosure delle attività immateriali.

Il 21 aprile 2021 la Commissione ha quindi sottoposto all'esame del Parlamento Europeo una proposta di nuova Direttiva denominata Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)⁴³ con lo scopo di incrementare la quantità e qualità dell'informativa sulla sostenibilità, conformemente al Green Deal europeo e agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (UN-SDGs), tenendo allo stesso tempo in considerazione i costi di compliance cui saranno sottoposte le imprese. Infine, il 21 giugno 2022, il Consiglio dell'UE ed il Parlamento Europeo hanno annunciato di aver raggiunto un accordo di massima che dovrebbe portare al varo definitivo della normativa prima del 2023. Le novità introdotte rispetto alla vigente NFRD sono numerose e rilevanti. In particolare, si evidenzia il cambio di paradigma attuato evolvendo da una legislazione che rimette agli amministratori l'individuazione dei temi da rendicontare nella DNF, ad una nuova normativa che impone requisiti minimi obbligatori di informativa. Ciò si evince già dalla scelta delle parole usate dal legislatore europeo con la normativa europea sull'"informativa non-finanziaria", da leggersi "in contrasto" con quella finanziaria, ad un concetto più ampio di "reporting di sostenibilità" volto a favorire una visione

_

⁴³ Commissione Europea, Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, Bruxelles, 21.4.2021, COM(2021) 189 final, 2021/0104 (COD).

integrata delle due dimensioni.

Le novità di maggior rilievi riguardano i seguenti aspetti Destinatari. Revisione, Standard di rendicontazione, Collocazione, Sanzioni e vigilanza, Contenuto e Digital tag. La platea degli interessati sarebbe consistentemente estesa: fermo restando la possibilità di redigere un report su base volontaria, verrebbe dimezzata la soglia sulla forza lavoro, obbligando le imprese che impiegano un numero di dipendenti superiore a 250 (dall'attuale 500). Inoltre, l'obbligo ricomprenderà anche le società extra UE con azioni quotate sui mercati dell'Unione Europea e (a partire dal 2026) le piccole-medie imprese (con la sola esclusione delle micro-imprese). Si tratta di una variazione sostanziale che includerà diverse migliaia di imprese europee attualmente non ricomprese nel perimetro della NFRD. Per quanto riguarda i contenuti del report, viene ribadito il principio di doppia materialità: «informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità [inside-out, n.d.r.], nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione [outside-in, n.d.r.].». Oltre quanto già previsto dalla NFRD, si richiede che le imprese comunichino informazioni concernenti: la propria strategia e la resilienza del modello aziendale ai rischi correlati alle questioni di sostenibilità (compatibilità con la transizione), il processo di Stakeholder engagement, le principali ripercussioni negative, effettive e potenziali, legate alle attività dell'impresa, eventuali azioni intraprese per prevenire o attenuarli nonché la modalità con cui l'impresa ha individuato le informazioni da comunicare. Sono inoltre introdotti nuovi temi rilevanti come gli intangibles.

Per quanto riguarda le caratteristiche delle informazioni, esse devono essere prospettiche e retrospettive, quantitative e qualitative e devono riguardare l'intera catena del valore dell'impresa. Mentre per le DNF è previsto che siano gli

amministratori delle imprese ad individuare lo standard di rendicontazione che ritengano adatto a comunicare l'informativa ESG, la proposta di CSRD prevede che l'informativa di sostenibilità sia integrata da standard obbligatori di rendicontazione prodotti a livello europeo.

Gli standard saranno contenuti in atti delegati della CE sulla base del lavoro svolto dall' *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)⁴⁴ e saranno di due tipologie: *sector-agnostic*, quindi generali per la rendicontazione di tutte le imprese ovvero *sector-specific*. I nuovi standard si baseranno sulle iniziative di normazione a livello globale, sarà inoltre assicurata la coerenza con la normativa UE sulla finanza sostenibile (ad es. SFDR, Regolamento Benchmark⁴⁵, KPI e indicatori adottati ai sensi del Regolamento sulla Tassonomia⁴⁶).

La pubblicazione sarà possibile unicamente all'interno della relazione sulla gestione a differenza della situazione attuale in cui la maggior parte degli emittenti redige un documento distinto: tale scelta ha il vantaggio di favorire la lettura integrata della *performance* dell'impresa potendo disporre contemporaneamente dell'informativa finanziaria del bilancio. Inoltre, verrà estesa la nuova disciplina sul digital tagging dei bilanci European Single Elettronic Format (ESEF)⁴⁷ anche all'informativa di sostenibilità. Infine, con riferimento alle sanzioni ed alla vigilanza, focus principale del presente lavoro, viene previsto un set minimo di misure e

⁴⁴ Lo *European Financial Reporting Advisory Group* è un'associazione privata fondata nel 2001 con su iniziativa della Commissione Europea indirizzata a servire l'interesse pubblico. I suoi membri sono parti interessate europee e organizzazioni nazionali che hanno conoscenza e interesse nello sviluppo degli standard IFRS e sul modo in cui contribuiscono all'efficienza dei mercati dei capitali. Storicamente l'EFRAG si è occupato di predisporre l'endorsement europeo per gli standard contabili internazionali.

⁴⁵ Regolamento UE 2016/1011 sugli indici di riferimento (Regolamento Benchmark – BMR), entrato in vigore il 1° gennaio 2018.

⁴⁶ Regolamento UE 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 del 18 giugno 2020.

⁴⁷ L'obbligo per le società quotate dal 1° gennaio 2020 è stato imposto dal Regolamento delegato della Commissione europea n. 2019/815, che ha previsto la pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali nel formato *XHTML*, con la marcatura di alcune informazioni del bilancio consolidato secondo le specifiche *Inline XBRL*.

sanzioni amministrative con il chiaro intento di favorire il processo di armonizzazione europeo della supervisione, reso inefficace dall'attuale disposto della NFRD che rimette ai singoli stati la disciplina sanzionatoria.

La seguente tabella sentita i principali punti appena analizzati di confronto tra la NFRD e la proposta di CSRD.

Tabella 1 Confronto NFRD - CSRD

Tema	NFRD	CSRD
Destinatari	EIPR con soglie (ca. 11.600, ITA: ca. 200)	2022: Grandi imprese UE (extra-UE solo quotate); 2026: PMI quotate, con esclusione Micro; 2028 Branches non-UE (+37.000 ca., ITA: +4.000 ca.)
Assurance	Opzionale (ITA: Obbligatoria)	Obbligatoria
Standard	Libero (ITA: 100% GRI)	Standard UE (Semplificati PMI)
Collocazione	RG o Distinta	RG
Sanzioni e vigilanza	Rimesso agli stati (ITA: Consob)	Set minimo di sanzioni e misure amministrative

6. La NFRD ha portato rilevanti novità in tema di mandatory corporate reporting nel panorama europeo: una grande quantità di informazioni non finanziarie ha cominciato ad essere diffusa ogni anno da oltre undicimila imprese UE. Per garantire la qualità dell'informativa diffusa, il legislatore comunitario ha imposto agli Stati membri di predisporre gli adeguati controlli. Avendo già il compito istituzionale di favorire la trasparenza e tutelare gli investitori, l'affidamento alla Consob della vigilanza sulle dichiarazioni non finanziarie è sembrata una scelta naturale. La domanda di ricerca che ha dato le mosse al

presente lavoro era volta, in particolare, ad indagare i profili di comunanza delle discipline italiane in materia di informativa finanziaria e non. Come emerso, i tratti in comune sono diversi in termini di sanzioni, poteri e vigilanza. L'apparato sembrerebbe prevalentemente mutuato dalla normativa sulle verifiche contabili prevista dal Regolamento Emittenti, pur mantenendo alcuni necessari tratti distintivi. Si è inoltre avuto modo di evidenziare alcune criticità che caratterizzano la NFRD, soprattutto in termine di eccessiva libertà di selezione di standard di tale configurazione mina la comparabilità48 reportistica: comportamenti opportunistici in sede di rendicontazione. La proposta della CSRD sembra avere le potenzialità per porre rimedio a queste questioni; tuttavia, andranno tenuti debitamente in considerazione gli ulteriori oneri di compliance delle imprese che potrebbero indebolire la crescita economica prima ancora di renderla sostenibile.

Riccardo Santamaria

⁴⁸ Giova ricordare che seppure in Italia vi sia totale concordanza nell'utilizzo dei GRI Standard, nel resto dei Paesi europei questo non avviene, rendendo difficoltoso il confronto tra le DNF di imprese di Stati diversi.