

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

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

1 / 2025

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Comitato di Direzione

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

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

F. Affinito - G. Alfano - C. Marasco

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

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

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

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

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

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

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

F. Annunziata, A. Blandini, N. Casalino, R. Cocozza, L. Di Donna,
D. Di Sabato, A. Minto, A. Sacco Ginevri

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Industria Finanziaria Innovazione Tecnologica Supervisione</i> (Financial Industry Technological Innovation Supervision).....	1
RAINER MASERA – <i>Scienza dei Dati, Intelligenza Artificiale e Megatrend Globali: guardando indietro e in avanti</i> (Data Science, Artificial Intelligence and Global Megatrends).....	36
VALERIO LEMMA – <i>Riserve di attività digitali e beni giuridici protetti</i> (Reserved digital activities and legally protected interests).....	51
RICCARDO CANOSSA – <i>I mancati regolamenti nell’Unione Europea: un’analisi delle misure preventive</i> (Settlement Fails in the European Union: Analysis of the Preventive Measures).....	80

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

GIANFRANCO ALFANO – <i>Corporate Governance, Business Judgment Rule ed estensione delle sanzioni amministrative pecuniarie agli amministratori di imprese assicurative</i> (Corporate governance, business judgment rule and the imposition of administrative pecuniary sanctions on directors of insurance companies), nota alla sentenza del Consiglio di Stato 11 aprile 2025, n. 3106.....	1
--	---

PARTE PRIMA

ARTICOLI

INDUSTRIA FINANZIARIA

INNOVAZIONE TECNOLOGICA SUPERVISIONE *

(Financial Industry Technological Innovation Supervision)

ABSTRACT: *L'impatto dell'innovazione tecnologica incide a più livelli sulla supervisione: operativo, strategico, regolamentare e tecnologico. Al fine di assicurare il regolare e corretto funzionamento dell'ordinamento del credito emerge la necessità di provvedere ad un ampliamento dell'azione di vigilanza. Ciò posto, la sfida regolatoria ha una duplice dimensione: "esterna" (controllo e supervisione dei soggetti vigilati) e una "interna" (capacità delle banche centrali di avvalersi di queste tecnologie per finalità di monitoraggio) che vanno sviluppate entrambe in un rapporto di equilibrio. Diviene ipotizzabile una crescente limitazione della discrezionalità che caratterizza l'assunzione di ampia parte dei provvedimenti autoritativi, nonché una semplificazione dell'attività di verifica, a favore di un'ampia flessibilità della stessa. Il nuovo business model è incentrato sulla piattaforma digitale: questa, muovendo dall'offerta di servizi di pagamento è in grado di creare ecosistemi di servizi integrati (correlati alle esigenze della clientela), i quali possono essere offerti anche da imprese terze. Trova, quindi affermazione il fenomeno della cd. finanza decentrata, per tale intendendosi un sistema organizzato alternativo a quello tradizionale, basato su tecnologie blockchain e smart contract, che consentono di fornire servizi finanziari (come prestiti, scambi, assicurazioni e risparmi) senza l'intermediazione di enti centralizzati come banche o istituti finanziari. La digitalizzazione ha portato, infine, alla nascita di nuovi asset digitali (come le criptovalute), che possono esser utilizzati come mezzo di pagamento (in base alle previsioni del Regolamento MiCA) in operazioni che fanno ricorso a*

* Testo della relazione svolta al Convegno "Regulating Technological Driven Finance: Activities, Subjects and Supervision in the Digital Era", tenutosi presso l'Università degli Studi di Roma - La Sapienza il 30-31 maggio 2025.

strumenti alternativi alla moneta avente corso legale ed alla prospettiva di utilizzare una Central Bank Digital Currency. Da qui l'esigenza di chiarire la comparazione con la moneta legale degli innovativi schemi informatici nei quali potrà trovare attuazione l'«euro digitale» (oggi all'attenzione della BCE intenzionata a dar vita a tale moneta elettronica).

The impact of technological innovation affects supervision on multiple levels: operational, strategic, regulatory, and technological. In order to ensure the regular and proper functioning of the credit system, it becomes necessary to expand supervisory activity. In this context, the regulatory challenge presents a dual dimension: an external one (the control and supervision of regulated entities) and an internal one (the capacity of central banks to make use of these technologies for monitoring purposes), both of which must be developed in a balanced relationship. A progressive limitation of the discretion that typically characterises a large proportion of supervisory measures is thus conceivable, along with a simplification of verification activities, in favour of greater flexibility. The new business model is centred on the digital platform: starting from the provision of payment services, such platforms are able to create integrated service ecosystems tailored to customer needs, which may also be offered by third-party companies. This gives rise to the phenomenon of so-called decentralised finance (DeFi), meaning an alternative, organised system to the traditional one, based on blockchain technologies and smart contracts, enabling the provision of financial services (such as lending, trading, insurance, and savings) without the intermediation of centralised entities such as banks or financial institutions. Digitalisation has also led to the emergence of new digital assets (such as cryptocurrencies), which may be used as a means of payment (in line with the provisions of the MiCA Regulation) in transactions employing alternatives to legal tender and in view of the potential use of a Central

Bank Digital Currency. Hence the need to clarify how these innovative digital schemes - within which the digital euro may be implemented (currently under consideration by the ECB, which is committed to developing this form of electronic money) - compare to legal tender.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Digitalizzazione ed attività di supervisione - 3. Nuovi modelli di business... - 4. (segue): ...e la finanza decentralizzata. - 5. La cybersecurity ed il controllo del rischio informatico. - 6. La moneta virtuale... - 7. (segue): ... l'euro digitale... - 8. (segue): ... il progetto della BCE.

1. Ringrazio l'Università La Sapienza e Paolo Gaggero per l'invito a partecipare a questo interessante convegno che, come emerge dalle relazioni svolte nell'incontro di ieri, si propone di accertare la dimensione e le specificità della significativa mutazione recata all'ordinamento finanziario dal processo di digitalizzazione in atto da quasi due lustri.

L'analisi a noi rappresentata si è soffermata, infatti, sui molteplici aspetti del cambiamento che ha riguardato i contenuti dell'attività bancaria e delle modalità operative degli appartenenti al settore, puntualizzando i profili sistemici della finanza decentralizzata esaminata con riguardo alla sua rilevanza pubblicistica, all'incidenza sul mercato, alla gestione dei rischi, nonché a tematiche specifiche come l'*open finance*, l'applicabilità alle s.r.l. Tale quadro ricognitivo è stato, poi, esteso alla valutazione dei riflessi esercitati dall'IA sulla *governance* bancaria, nonché ad alcuni tratti dell'interazione tra vigilanza bancaria e digitalizzazione.

L'itinerario di verifiche, idealmente disegnato da Paolo Gaggero, si completa con gli interventi di questa mattina dedicati all'esame dell'impianto sistemico della supervisione finanziaria a seguito delle innovazioni introdotte dalle nuove tecnologie. Viene quindi in considerazione, da un lato, la *supervisory technology* (relativa all'uso del digitale per migliorare la supervisione del sistema bancario),

dall'altro, l'interazione degli apparati informatici sull'attività tipicamente propria delle banche centrali (dove la riferibilità, tra l'altro, alla dibattuta questione del varo dell'euro digitale).

2. Volendo delineare lo scenario nel quale si articola il rapporto tra il processo di digitalizzazione e l'esercizio dell'attività di vigilanza finanziaria, nel premettere che il medesimo deve ritenersi ancora in via di definizione, va subito detto che l'impatto dell'innovazione tecnologica incide a più livelli sulla supervisione: operativo, strategico, regolamentare e tecnologico. Siamo in presenza, dunque, di un rapporto interattivo che - come dirò qui di seguito - consente a significative aree dell'intervento pubblico di beneficiare della possibilità di avvalersi del digitale; da qui l'indispensabile conformazione delle tecniche utilizzate dall'autorità pubblica ai cambiamenti del mercato nel quale nuove opportunità operative sono offerte agli appartenenti al settore, in termini di miglioramento dei servizi per la clientela. I vertici del sistema finanziario si trovano in presenza di nuove aree di rischio e sono chiamati, conseguentemente, a individuare le potenziali minacce alla sana e prudente gestione degli intermediari - e, dunque, alla stabilità complessiva del settore - causate dai cd. rischi informatici che essi sono tenuti a monitorare.

È evidente come al fine di assicurare il regolare e corretto funzionamento dell'ordinamento del credito emerga la necessità di provvedere ad un ampliamento dell'azione di vigilanza. Mi riferisco, in particolare, all'esigenza di introdurre adeguate modifiche (incentrate sull'applicazione di automatismi informatici) agli strumenti tecnici di cui si avvalgono le autorità di supervisione per migliorare gli esiti delle verifiche che ad esse competono. Va da sé che la fruizione di innovativi modelli di conoscenza dovrà consentire all'organo di vigilanza modalità più rapide e precise nell'utilizzo delle informazioni, oltre a facilitare un approccio proattivo e

predittivo nel valutare la realtà in osservazione.

In tale premessa si spiega la significativa attenzione con cui, negli ultimi anni, la Banca d'Italia guarda le nuove tecnologie informatiche al fine di adottare formule interventistiche (come l'analisi dei *big data*, l'intelligenza artificiale, il *machine learning*) che migliorano la capacità di accertare e valutare i rischi relativi ai bilanci delle banche e, più in generale, ad ogni altro aspetto strutturale ed operativo di queste ultime; ciò integrando, o addirittura sostituendo, le forme tecniche a lungo utilizzate in passato.

Siamo in presenza di un percorso complesso per il quale è necessario affrontare nuove sfide e ricercare “soluzioni potenzialmente più adeguate per conciliare stabilità finanziaria con innovazione ed efficienza”, come nell'ultimo incontro organizzato dal *Forex* ha tenuto a precisare un esponente del direttorio della nostra banca centrale.¹ È bene far presente, in proposito, che questo è un percorso che, come è stato puntualizzato in detta sede, si sta realizzando seguendo le linee guida dell'UE, la quale ha cura di ridefinire il quadro regolamentare.²

A fronte della nominata possibilità di un'azione di vigilanza più spedita, nonché caratterizzata dal miglioramento delle sue modalità esplicative, necessita prefigurare un'ampia diffusione delle tecnologie informatiche nel sistema finanziario, sì da rendere praticabile il ricorso ai meccanismi digitali da parte dell'autorità. A ben considerare la sfida regolatoria ha una duplice dimensione: “esterna” (controllo e supervisione dei soggetti vigilati) e una “interna” (capacità

¹ Cfr. BANCA d'ITALIA, *Un viaggio nel futuro del sistema finanziario*, intervento al *Forex* del vice direttore generale Chiara Scotti, Torino, 14/15 febbraio 2025.

² Cfr. il documento della Commissione europea denominato *Decennio digitale europeo: obiettivi digitali per il 2030*, visionabile su https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024_en. Ad esso fece seguito nel maggio 2021, da parte della Commissione, di una consultazione pubblica sulla “formulazione di una serie di principi digitali”, destinata a completare il quadro delle linee guida che l'Europa intende seguire nell'elaborazione di norme e regolamenti sul digitale. Più di recente, il *Digital Operational Resilience Act* (DORA) ha stabilito requisiti uniformi per la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi degli operatori del settore finanziario, nonché per i soggetti terzi che forniscono loro servizi informatici (tra cui le *Big Tech*).

delle banche centrali di avvalersi di queste tecnologie per finalità di monitoraggio) che vanno sviluppate entrambe in un rapporto di equilibrio. Da qui la configurabilità di uno scenario animato da intermediari tradizionali disposti ad arricchire il loro apparato conoscitivo uniformandosi alla nuova realtà di mercato caratterizzata dall'evoluzione tecnologica alle cui dinamiche essi dovranno adeguarsi, predisponendo piattaforme e soluzioni tecniche di vario tipo, per poter competere con le società finanziarie non bancarie nell'offrire servizi e prodotti ai consumatori.

Non a caso il direttore generale della Banca d'Italia, analizzando la transizione al digitale, ha rappresentato l'esigenza di: "(i) un'integrazione pervasiva dell'automazione nello scambio di dati fra gli apparati di ogni sorta (reti di elaboratori, *internet* delle cose, *cloud computing*); (ii) un'applicazione di sistemi di apprendimento automatico a compiti che richiedono conoscenze elaborate e complesse, normalmente acquisite attraverso l'esperienza".³ Sono queste, infatti, le precondizioni per consentire ai processi di automatizzazione di incrementare le catene del valore, sfruttando i dati informativi per la soluzione di problematiche complesse.

Sul punto ritengo opportuno far presente che già negli studi realizzati nel passato venne sottolineata l'intrinseca capacità della tecnologia di governare la realtà finanziaria; fu, infatti, evidenziata la sua incidenza sull'ordine giuridico del mercato realizzabile attraverso la modifica della struttura dell'ordinario *modus procedendi*, attuata nel riferimento alla specificità del mondo virtuale.⁴ Col decorso del tempo lo sviluppo tecnologico, coniugato al mutamento delle dinamiche sociali, ha reso palesi i vantaggi rivenienti da un uso generalizzato della miriade d'informazioni e di dati di natura immateriale. Sembrano destinati ad essere superati i timori rappresentati alla fine del secolo scorso da un insigne giurista in

³ Cfr. SIGNORINI, *Economia digitale*, visionabile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Signorini-21.09.2023.pdf>

⁴ Cfr. per tutti FROSINI, *Informatica, diritto e società*, Milano, 1988; ID., *Il giurista e le tecnologie dell'informazione*, Roma, 1998.

ordine alla dimensione interpretativa dei rapporti sui quali interagiscono i processi informatici dando luogo a quella che Egli definì la «disumanizzazione del contratto».⁵

Si apre un'ampia prospettiva d'indagine che spazia dalla verifica di possibili miglioramenti nelle scelte d'investimento, alla individuazione dei vantaggi recati dalle nuove tecnologie nel superamento delle asimmetrie informative, nonché delle criticità che s'incontrano nella salvaguardia degli interessi dei risparmiatori (le quali, in alcuni casi, sono riconducibili all'uso di strumenti automatizzati). L'analisi ha consentito di comprendere che una consistente massa di dati, opportunamente incanalata in sistemi di *software* di elaborazione automatizzata, è in grado di incidere sulla prestazione dei servizi praticati nel mercato finanziario. Ciò emerge chiaramente ove si consideri che il rafforzamento dei canali digitali individua una delle più importanti modalità che possano agevolare lo sviluppo della operatività degli appartenenti al settore; basti pensare alle strategie multilaterali assunte dalle banche che procedono ad un responsabile impiego dell'immenso numero di informazioni da esse archiviate, nonché alla possibilità offerte dall'elaborazione algoritmica di addivenire a revisioni del funzionamento dei processi interni, introducendo innovazioni nella costruzione di nuovi schemi gestionali.

Ciò posto, si comprende la ragione per cui l'organo di vigilanza, come è dato evincere dalle sue indicazioni dianzi prospettate, si pone il problema di individuare le modalità con cui atteggiarsi nei confronti dei paradigmi operativi idonei ad assicurare che i gangli del sistema normativo ricomprendano una serie di fenomeni che ad oggi fuoriescono dall'attenzione del legislatore. Va da sé che la finalità di colmare eventuali vuoti normativi (si da minare la competitività ed esporre a rischi la stabilità del sistema) richiede una supervisione in grado di ricoprire (con gli interventi di normativa secondaria) i numerosi e variegati comparti nei quali può

⁵ Cfr. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, p. 525 ss.

articolarsi l'azione degli intermediari allorché si avvalgono di tecnologie informatiche; a ciò si aggiunga l'esigenza di una linea comportamentale orientata all'osservanza della "neutralità tecnologica" (*i.e.* verso valutazioni tecniche di tipo obiettivo) affinché le valutazioni effettuate non comportino "sbilanciamenti" in favore di determinati gruppi, o svantaggiate altri.

Da qui un duplice ordine di conseguenze. In primo luogo necessita che l'organo di vigilanza dia corso ad un continuo aggiornamento delle proprie competenze per tenere il passo con le tecnologie emergenti; obiettivo che appare perseguibile attraverso adeguate forme di investimento in capacità digitali interne da parte delle autorità di controllo.

Sotto altro profilo, viene poi in considerazione un ipotizzabile cambiamento delle forme tecniche in cui si articola l'esercizio della supervisione; in tale prospettiva orienta, del resto, l'utilizzo di algoritmi decisionali che «a fronte dell'evolvere del paradigma tecnologico il sistema di vigilanza bancaria è tenuto ad assumere», come è stato puntualmente sottolineato.⁶ Non v'è dubbio che le modalità in cui è stata svolta tradizionalmente l'attività di controllo sul settore si allontaneranno progressivamente dalla loro originaria impostazione. Ciò appare evidente in quanto - in una logica protesa ad uniformare i meccanismi d'intervento - diviene ipotizzabile una crescente limitazione della *discrezionalità* che caratterizza tuttora l'assunzione di ampia parte dei provvedimenti autoritativi. Va da sé che diviene prefigurabile anche il superamento di taluni particolari vincoli in passato imposti agli appartenenti al settore; ciò innovando la portata interventistica della vigilanza, a partire da una *semplificazione* dell'attività di verifica, che ne caratterizza l'essenza, a favore di un'adeguata flessibilità della stessa.

È il caso di far presente che in relazione alla complessità della materia si configura necessario che gli interventi regolamentari perseguano un equilibrio tra

⁶ Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, p. xv.

innovazione e stabilità sistemica, sì da promuovere una forma operativa “sostenibile” in termini di rischio/rendimento ed evitare nel contempo il proliferare di situazioni estreme nelle quali l’assunzione di rischi nel medio/lungo termine potrebbe rivelarsi lontana dall’indicato paradigma. Appare evidente la difficoltà di attivare linee provvedimentali che migliorino la qualità e l’efficienza dei servizi resi ai consumatori, predisponendo un modello d’attività che, superando l’eventuale contrapposizione tra gli interessi delle parti in campo, assicuri un razionale punto di equilibrio; ciò avendo riguardo al fatto che necessita conciliare le posizioni degli operatori privati, volte a massimizzare i ritorni economici, e dei clienti, mossi da esigenze di risparmio e/o di servizio. Va da sé che l’azione del supervisore dovrà assolvere al difficile compito di garantire la tutela dei diritti individuali e la stabilità dei mercati nel riferimento al benessere sociale.

3. In uno studio elaborato con due acuti economisti, analizzando i termini della trasformazione digitale del settore bancario, ho avuto modo di precisare che il passaggio dall’«analogico al digitale» è al centro di una realtà che influenza i modelli di business praticabili.⁷ Viene a configurarsi, infatti, uno scenario nel quale il ricorso a strumenti meccanicistici ed a procedure automatizzate facilita l’attività tipicamente propria delle imprese bancarie, delle compagnie di assicurazione e degli altri soggetti abilitati all’esercizio di un’attività intermediatrice in ambito finanziario. Si schiudono innovative modalità di organizzazione aziendale e di semplificazione dei processi, in quanto gli appartenenti al settore possono disporre di database profilati, intercettare potenziali clienti e fidelizzare quelli già acquisiti. Tutto questo, peraltro, riducendo drasticamente i propri costi operativi.

Il nuovo *business model* è incentrato sulla piattaforma digitale: questa, muovendo dall’offerta di servizi di pagamento è in grado di creare ecosistemi di

⁷ Cfr. BASKERVILLE-CAPRIGLIONE-CASALINO, *Impacts, challenges and trends of digital transformation in the banking sector*, in *Law Economics Yearly Review*, 2020, p. 341.

servizi integrati (correlati alle esigenze della clientela), i quali possono essere offerti anche da imprese terze, ma resi disponibili dalla piattaforma (ipotesi nella quale le banche svolgono il ruolo di *provider* e operano in *joint venture* con soggetti terzi).⁸ Quando non è la banca a gestire la piattaforma, essa si limita a svolgere solo una parte della operazione per cui perde il rapporto diretto con la clientela e finisce col ridimensionare la sua partecipazione al mercato.

Nello specifico si riscontrano diversi tipi di *business model* tra i quali rilevano: la piattaforma di scambio (per lo scambio dei beni), quella di vendita (punto di vendita digitale), l'*advertising* (per distribuire gratuitamente i prodotti e finanziare le imprese con i proventi pubblicitari), la *community model* (incentrata sulla collaborazione tra azienda e utenti), il *freemium* (offerta base gratuita ed una completa a pagamento); ai quali si aggiungono numerose altre tipologie. Siamo in presenza di un processo in evoluzione caratterizzato dall'individuazione di nuovi modelli capaci di sfruttare le tecnologie emergenti; ciò spiega il passaggio da un'originaria identificazione di strutture rigide a *framework* sempre più flessibili e adattabili. Le possibilità offerte nel presente dalla digitalizzazione consentono di dar vita a forme di raccordi automatizzati tra produttori, fornitori, clienti e intermediari finanziari che agevolano gli scambi tra costoro, moltiplicando in tal modo le opportunità di collaborazione e di creazione di valore.⁹

Si spiega la ragione per cui i soggetti bancari, di fronte alla possibilità di un'apertura operativa siffatta, oltre a fornire l'intera gamma dei servizi tradizionali (attraverso la rete di filiali della quale si avvalgono), spesso sono indotti ad offrire

⁸ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING, *Supervision, Implication of fintech developments for banks and bank supervisors*, (February 2018), p. 16 ss.

⁹ Cfr. *ex multis*, PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, Milano, 26 settembre 2017. MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique": How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017; LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Padova, 2019; CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4/2019, p. 372; LENER, *Tecnologie e attività finanziaria (Recent developments o Fintech)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 3/2019, p. 267 ss.

anche innovative tipologie di servizi (ad es: *mobile banking, robo-advisory, crypto-asset, peer-to-peer lending, lending based crowdfunding* ecc.) adottando tecnologie digitali. È evidente come l'esigenza di adeguarsi al progresso incida positivamente sulla qualità e sulla economicità dei servizi resi, per cui il settore si mostra interessato all'introduzione di modifiche operative che sono fruibili secondo condizioni, modalità e termini difficilmente ipotizzabili nel passato.¹⁰

Non può omettersi di considerare, tuttavia, come - a fronte di questa estensione dei servizi offerti - le banche perdono il controllo sulle operazioni che esternalizzano e ciò, ove non adeguatamente disciplinato, rischia di tradursi in pregiudizi per i clienti. Emblematiche, in questo senso, le riflessioni della Corte di Giustizia, la quale ha chiarito che il cd. *credit scoring*, fornito da una società terza che influisce in modo decisivo sul rapporto contrattuale, costituisce di per sé un processo decisionale e, di conseguenza, la società a cui tale attività è delegata (e, sorprendentemente, non la banca) risponderà per eventuali pregiudizi verso i clienti in caso di violazione delle regole sul trattamento dei dati.¹¹

In tale contesto assumono specifico rilievo le c.d. *Big Tech*, le quali hanno "una struttura modulare e complessa imperniata sulla piattaforma e sulla sua capacità di attrarre altri soggetti, i c.d. *complementors*".¹² Esse operano avvalendosi di accordi contrattuali che sviluppano un sistema fondato su una pluralità di soggetti e su una offerta variegata di prodotti; la loro attività arricchisce il mercato con un'erogazione di servizi destinata ad incrementare la catena del valore, pur potendo dar luogo a forme monopolistiche che incidono negativamente sulla

¹⁰ Cfr. *ex multis* BANCA D'ITALIA, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, novembre 2021, in www.bancaditalia.it; CONSOB, *Quaderni sul Fintech. Fintech: Digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria*, 2018-2021, in www.consob.it; AA.VV., *Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*, vol. 1 e 2, 2021; DAVOLA, *Innovazione tecnologica e disciplina del mercato finanziario*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, 2023, p. 369; SEPE, *L'evoluzione della disciplina in tema di mercati*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit. p. 794 ss.

¹¹ Cfr. decisione dicembre 2023 - C-634/21 SCHUFA.

¹² Così CANEPA, *Chat & pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, in *Riv. Dir. Econ. Supplem.* al n. 3 del 2021.

concorrenza.¹³ Si è in presenza di modelli di business che allargano la gamma di servizi finanziari offerti agli utenti, con l'ovvia conseguenza di spostare i rischi relativi a detta attività al di fuori dei mercati regolati.¹⁴

4. Il processo d'interazione in atto tra tecnologia e finanza conosciuto come *Fintech*, come dianzi ho sottolineato, favorisce l'incremento dei canali finanziari alternativi a quelli bancari; trova crescente spazio, infatti, l'affermazione della prassi operativa delle banche di "esternalizzare" parte della loro attività, portandola fuori dal perimetro di consolidamento grazie alla fruizione di nuove applicazioni tecnologiche ed informatiche.¹⁵ Tale fenomeno trova compendio nella cd. finanza decentralizzata, per tale intendendosi un sistema organizzato alternativo a quello tradizionale, basato su tecnologie *blockchain* e *smart contract*, che consente di fornire servizi finanziari (come prestiti, scambi, assicurazioni e risparmi) senza l'intermediazione di enti centralizzati come banche o istituti finanziari.¹⁶

La finanza decentralizzata rappresenta un modello operativo più avanzato del *Fintech* tradizionale (che si fonda su infrastrutture centralizzate) in quanto è completamente autonoma e si basa su protocolli *open-source*; utilizza i *cripto-asset* come strumento di scambio nelle sue operazioni; garantisce trasparenza e immutabilità grazie alla *blockchain*. A ben considerare, potremmo dire che essa

¹³ Cfr. MIGLIONICO, *L'innovazione tecnologica nell'industria finanziaria*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2024, p. 340.

¹⁴ Cfr. MYERS WEST, *Competition authorities need to move fast and break up AI*, in *Financial Times*, 17 aprile 2023, visionabile su <https://www.ft.com/content/638b5be7-fab7-4fe6-a0cf-7dabefcdd722>; ALPA, *Il mercato unico digitale*, in *Contratto e Impresa*, 2021, fasc. n. 1, p. 2 ss; ID., *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, Prefazione a AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss., ove si sottolinea come, a seguito della rivoluzione digitale, «il diritto ha dovuto rincorrere le scoperte scientifiche...per poter compiere le scelte più opportune».

¹⁵ Cfr. CONSOB, *L'intermediazione finanziaria non bancaria ("sistema bancario ombra")*, visionabile su <https://www.consob.it/web/investor-education/intermediazione-finanziaria-nonbancaria>.

¹⁶ Cfr. per tutti ORIANI, *Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in AA.VV., *Banche, intermediari e fintech, I nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2020, Cap. I.

rappresenta una versione radicale del *Fintech* essendo più aperta e programmabile, offrendo modelli di interazione particolare (come la tokenizzazione) ed automatismi che evitano nelle transazioni interventi esterni, spesso basandosi sulla forza degli *smart contract* (che incorporano clausole contrattuali codificate in linguaggio informatico e sono utilizzati per concludere contratti con autonoma esecuzione al verificarsi di condizioni definite *ex ante*).

L'ascesa della tecnologia digitale e, dunque, della finanza decentralizzata (DeFi) mette in discussione i modelli finanziari tradizionali e offre nuove possibilità in vista di una maggiore inclusività ed efficienza del sistema finanziario, evidenziando un grande potenziale nella creazione di modelli finanziari alternativi. Essa sottende, tuttavia, il superamento di notevoli criticità legate alla complessità operativa ed alla incertezza normativa che creano un *vulnus* di sicurezza con riguardo alla probabile configurabilità di fattispecie di prestazione abusiva o addirittura di finanziamento illecito. Di tale logica è sintomatico anche il Regolamento EU 2022/858 (c.d. Regolamento DLT) relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito. Questo regolamento, tuttavia, allo stato prende in considerazione esclusivamente i profili generali di cybersicurezza e, quindi, fatica a cogliere le specificità che caratterizzano il mercato finanziario.

Da qui la necessità di procedere ad una ricerca riguardante i profili disciplinari di tale fenomeno al fine di evitare eventuali rischi operativi e chiarire in quali termini può svolgersi la collaborazione della DeFi con le istituzioni finanziarie tradizionali.

In passato, valutando detta realtà - e, in particolare, gli effetti della innovazione tecnologica sulle modalità esplicative dell'attività finanziaria - ravvisai l'esigenza di rideterminare il perimetro dei mercati regolamentati e, con esso, di ridefinire la specificità delle tecniche operative che nei medesimi vengono

utilizzate. Tale forma d'intervento da parte dell'autorità di settore mi sembrava appropriata conseguenza di un'analisi che, avendo riguardo agli ambiti dell'attuale regolazione finanziaria, tiene conto della scomposizione della organizzazione del settore in una pluralità di segmenti riferibili a differenti imprese (vigilate e non). Mi sembrava inoltre opportuno dare spazio ad un *iter* valutativo della realtà di mercato che si proponga di correlare l'esercizio dell'attività finanziaria al superamento dei limiti relazionali che nel passato, a lungo, hanno caratterizzato i rapporti tra intermediari e utenti/consumatori.¹⁷

Osservando lo scenario in cui si articola il paradigma operativo dell'industria finanziaria sempre più orientata all'adozione di meccanismi informatici automatizzati ci si rende conto della opportunità di sollecitare detto intervento della autorità, consentendo gli studi recenti una chiara rappresentazione delle ragioni per cui il sistema necessita di presidi che lo mettano al riparo dalle vulnerabilità ed insicurezze causate dall'innovazione tecnologica.

Giustificati timori in ordine ai pericoli rivenienti dall'utilizzo di applicazioni decentralizzate appaiono riconducibili al fatto che gli utenti difficilmente riescono a mantenere il controllo dei propri *asset*, che finiscono col non essere al riparo dai pericoli derivanti da una scarsa trasparenza delle transazioni. In letteratura è stata ben evidenziata la realtà in parola mostrando le debolezze di tali meccanismi informatici;¹⁸ nello specifico, è stata sottolineata, per un verso, la loro intrinseca debolezza che non li rende comparabili ad altre forme tecniche cui l'ordinamento riconosce la possibilità di essere inquadrate giuridicamente, per altro sono stati mostrati i limiti della relativa *governance* e del sistema partecipativo che li caratterizza. Se ne è quindi dedotta la possibile emersione nella finanza decentrata

¹⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2019, I, p. 372 ss.

¹⁸ Cfr. *ex multis* GUDGEON ed altri, *The Decentralized Financial Crisis*, visionabile su <https://arxiv.org/abs/2002.08099>; LERNER, *A scalable blockchain protocol*, visionabile su <https://scalingbitcoin.org/papers/DECOR-HOP.pdf>

di nuove forme di condotta illecita, come le manipolazioni di mercato e l'*insider trading*, nonché di ipotizzabili deviazioni del potere decisionale (che fanno sorgere il dubbio in ordine alla realizzazione nella fattispecie di una reale decentralizzazione del processo informatico).

Ed invero, se prendiamo in considerazione gli *smart contract*, appare evidente come questi, nonostante si presentino come strumenti utilizzabili per le negoziazioni, nonché per concludere relazioni contrattuali (o pseudo contrattuali), non possono essere *tout court* inclusi nel novero dei contratti giuridici. Ciò in quanto essi presentano peculiarità tecnologiche tali da far ritenere che gli stessi, per quanto strumentali al compimento di operazioni, siano “sprovvisi di respiro progettuale, che è il *proprium* di un regolamento di autonomia privata”.¹⁹

Elementi di chiarificazione al riguardo sono offerti dall'art. 8 ter della l. 12 febbraio 2019, n. 12, che spiega come per *smart contract* debba intendersi “un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse”; norma dalla quale, a ben considerare, emerge con certezza la circostanza che, nella fattispecie, il ricorso a tecnologie basate su ‘registri distribuiti’ assicura la memorizzazione di un documento informatico, il quale diviene in tal modo idoneo a produrre effetti giuridici.

Permangono, tuttavia, seri dubbi sulla possibilità di riconoscere allo *smart contract* una piena rispondenza alla figura del tradizionale contratto giuridico, in quanto un suo inserimento nella catena dei blocchi (*blockchain*), riconducendolo nelle dinamiche della realtà virtuale, ridimensiona notevolmente le probabilità di individuare nel medesimo gli elementi che connotano le relazioni giuridiche negoziali. Mi riferisco, in primo luogo alle perplessità espresse dalla dottrina in ordine al “sindacato di discrezionalità... dell'algorithm alla base del funzionamento

¹⁹ Cfr. PARDOLESI-DAVOLA, «*Smart contract*»: lusinghe ed equivoci dell'innovazione purchessia, in AA.VV., *Liber amicorum Guido Alpa*, Milano, 2019, p. 302.

degli *smart contract*.... (e, dunque)... alla possibilità di vagliarne la compatibilità ...*(con)*... i valori di trasparenza e giustizia sostanziale”,²⁰ nonché alla verifica riguardante la presenza di un’effettiva manifestazione del consenso tra le parti e la configurabilità di una ipotetica responsabilità contrattuale nel caso in cui il rapporto non dovesse essere concluso correttamente, nel qual caso una soluzione è stata ravvisata in dottrina facendo ricorso all’istituto dell’inadempimento.²¹

Indubbiamente queste ed altre problematiche di difficile soluzione rendono particolarmente complessa la materia in esame, estendendo significativamente il campo d’indagine dell’autorità di supervisione. In presenza di un quadro regolamentare ancora inadeguato per affrontare le numerose sfide poste dall’innovazione tecnologica, quest’ultima è chiamata, infatti, a svolgere la sua attività di controllo in un contesto nel quale gli utenti dei servizi finanziari non hanno come controparte contrattuale un ente societario munito di personalità giuridica bensì un mercato informatico espressione di un automatismo esecutivo e caratterizzato dalle interazioni tra algoritmi ai quali è demandata la dinamica realizzazione degli obiettivi di negoziazione.

È ovvio che l’autorità di vigilanza, di fronte a siffatte modifiche dell’attività bancaria, deve essere in grado di comprendere e valutare questi nuovi modelli di business per garantire che essi siano sostenibili, trasparenti e conformi ai requisiti prudenziali. Significativa, al riguardo, deve ritenersi la riferibilità alle modalità di strutturazione e di funzionamento delle piattaforme ed ai relativi meccanismi di governance.

Numerosi studi hanno messo in evidenza, infatti, che nella digitalizzazione - che si avvale delle tecnologie DLT per migliorare l’efficienza, la sicurezza e la trasparenza in vari settori, quello finanziario *in primis*, - la *blockchain*, grazie alla sua struttura (*i.e.* organizzazione dei dati in blocchi collegati in sequenza, ognuno

²⁰ Cfr. PARDOLESI-DAVOLA, *op. cit.*, p. 307.

²¹ Cfr. CAGGIANO, *Il contratto nel mondo digitale*, Nuova Giur. Civ., 2018, p. 1152.

con riferimento crittografico al blocco precedente) deve ritenersi particolarmente adatta per le applicazioni che richiedono un elevato grado di fiducia e integrità dei dati, come le criptovalute e gli *smart contract*.²² In essa l'eliminazione di un'autorità centrale, dovrebbe migliorare la trasparenza e la resilienza del sistema, garantendo nel contempo l'immutabilità e la sicurezza dei dati. Inoltre, la rete *blockchain* verifica che le transazioni siano legittime prima di aggiungerle alla catena; tale validazione è effettuata mediante appositi "meccanismi di consenso" (caratterizzati dall'operatività di validatori scelti in base alla quantità di token da loro posseduta) che attestano la legittimità dell'operazione.

Ciò non esclude, tuttavia, che disfunzioni di vario genere possano alterare gli esiti sperati dagli utenti della *blockchain*, evidenziando criticità alle quali la supervisione deve porre rimedio. Le indagini hanno rilevato che spesso il potere decisionale dei validatori è concentrato in pochi grandi detentori di *token*, per cui viene messa in discussione la reale decentralizzazione del processo decisionale. A prescindere da come sono distribuiti i token, i soggetti che predispongono e mettono in operatività l'infrastruttura saranno comunque sempre nella posizione di operare quali "decisori di ultimo stadio" (anche, semplicemente, decidendo di spegnerla); se ne deduce che le debolezze dei meccanismi di *governance* delle piattaforme possono interagire negativamente sulla partecipazione al voto, la quale finisce talora con essere bassa e centralizzata (spesso espressione di enti o gruppi con forti infrastrutture) che esercitano un controllo significativo. È bene, quindi, tener presente che la sicurezza che quest'ultima conferisce alla *blockchain* si fonda sul consenso della rete, sicché non è sufficiente l'approvazione isolata di un singolo validatore.

Si è in presenza di una realtà complessa nella quale di certo non sembra

²² Cfr. per tutti GIANCASPRO, *Is a 'smart contract' really a smart idea? Insights from a legal perspective*, 33 *Computer Law & Security Rev.* 825, 2017.

siano sufficienti a garantire adeguati livelli di sicurezza all'operatività della *blockchain* le misure previste dai relativi protocolli; le quali si compendiano, per solito, nel punire coloro che attuano comportamenti scorretti con la perdita dello *stake* (*i.e.* garanzia prestata per assolvere al ruolo di vidimatore).

5. Recentemente un esponente della Banca d'Italia, in una relazione dedicata alla valutazione dell'incidenza della innovazione tecnologica sul sistema finanziario, ha puntualizzato che l'utilizzo dei meccanismi informatici da parte degli intermediari aumenta l'esposizione ai rischi, per cui negli ultimi tempi si è riscontrata una significativa crescita del numero di segnalazioni di incidenti. Da qui il suggerimento di aver riguardo alle indicazioni del regolamento DORA in tema di *governance*, nelle quali si ribadisce di prestare ai rischi informatici la medesima attenzione riservata ai tradizionali profili di rischio aziendale; si è rappresentata, quindi, l'esigenza di assicurare che i membri dell'organo di gestione mantengano conoscenze e competenze adeguate per comprendere detti rischi, all'uopo segnalando che la Banca d'Italia ha emanato alcuni orientamenti di vigilanza volti ad assicurare che nei C.d.A. vi siano consiglieri con specifiche competenze *in subjecta materia*.²³

È evidente come tale assunto ci dica che il problema di assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario di fronte ai pericoli rivenienti dalla innovazione tecnologica debba essere affrontato nel rispetto delle prescrizioni normative del regolamento DORA, il quale impone all'organo di gestione di disporre di informazioni adeguate per affrontare con efficacia e con decisioni consapevoli i rischi informatici. Viene in tal modo ribadita la riferibilità ai membri del C.d.A. degli intermediari la responsabilità esclusiva delle decisioni in ordine alle modalità

²³ Cfr. SIANI, *Intervento* alla tavola rotonda su "*Cyber Risk e Sistema finanziario*", nel convegno "*Sadibaquarantotto*", organizzato dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa (ASSBB), in collaborazione con l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, 28 marzo 2025.

operative dei meccanismi informatici e, dunque, nel “definire e approvare la strategia, le politiche, i protocolli e i meccanismi di gestione del rischio ICT”, con conseguente necessità per l’ente finanziario di munirsi di strumenti digitali per automatizzare i processi di compliance e *reporting* regolamentare, sì da consentire all’organo di vigilanza di ricevere dati più frequenti, accurati e granulari, facilitando un’analisi tempestiva.

In tale contesto la cultura del rischio in materia tecnologica, unitamente alla individuazione degli strumenti dalla legge messi a disposizione dell’autorità di supervisione, identificano gli obiettivi da perseguire al fine di accertare l’eventuale esistenza di debolezze nei meccanismi di difesa a disposizione degli intermediari per contrastare adeguatamente gli attacchi che possono minare la loro cybersicurezza.

Com’è noto, il legislatore europeo negli ultimi anni ha predisposto un impianto regolatorio finalizzato a garantire la corretta funzionalità di un sistema finanziario sempre più digitale ed interconnesso. L’attuale quadro disciplinare - che prevede, oltre al già menzionato DORA, anche il Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) - regola gli asset digitali e le criptovalute introducendo trasparenza e imponendo prescrizioni di resilienza informatica agli operatori finanziari;²⁴ inoltre, richiede autorizzazioni per gli emittenti e i fornitori di servizi crypto e gestione del rischio ICT, test, e piani di risposta agli incidenti, alla quale ho già fatto riferimento. Si è in presenza di un complesso normativo che protegge i consumatori, garantisce stabilità finanziaria, promuove l’innovazione e previene gli illeciti (ad esempio: il riciclaggio). Esso si completa con la direttiva EU 2015/2366 (*Payment Services Directive, PSD2*) che promuove l’*Open Banking*, consente a terze parti (con il consenso del cliente) di accedere ai conti bancari, rafforza la sicurezza dei pagamenti digitali, sviluppando sistemi di pagamento elettronico sicuri,

²⁴ Cfr. *ex multis* LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2020, p. 851 ss.; DAVOLA, *Innovazione tecnologica e disciplina del mercato finanziario*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell’economia*, a cura di Pellegrini, 2023, p. 369.

efficienti, competitivi ed innovativi per consumatori, imprese ed esercenti.²⁵

È compito delle autorità di supervisione, le quali agiscono sulla base dei poteri di regolamentazione e di sorveglianza ad esse assegnati dalla normativa sopra richiamata, predisporre interventi idonei ad attenuare i rischi informatici e cibernetici derivanti dalla digitalizzazione del sistema finanziario. Ciò implica, tra l'altro, una attenzione costante da parte dell'organo di controllo all'evoluzione degli *standard* internazionali cui conformare il proprio orientamento, nonché alle metodologie da seguire ed agli strumenti da adottare.

L'organo di vigilanza dovrebbe, altresì, disporre una rivisitazione del SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*), processo che consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall'analisi effettuata sull'ente creditizio per poi indicare a quest'ultimo le azioni da intraprendere. La valutazione e la misurazione dei rischi a livello di singola banca, per tal via conseguibile, consente infatti all'autorità di mettere a fuoco la reale situazione dell'intermediario in termini di requisiti patrimoniali nonché di gestione dei rischi e, dunque, di indicare al medesimo le azioni da intraprendere.²⁶

Naturalmente, il menzionato quadro disciplinare europeo che garantisce la cybersicurezza del sistema finanziario si estende a ricomprendere anche la direttiva NIS 2 (*Network and Information Security 2*) (UE 2022/2555) riguardante la normativa con cui l'Unione Europea ha sostituito la precedente direttiva (UE) 2016/1148 (cd. NIS 1) con l'obiettivo di innalzare il livello di resilienza dei soggetti

²⁵ Cfr. *ex multis* SCIARRONE ALIBRANDI, *Impostazione sistematica della Dir. 2015/2366*, relazione svolta nel convegno "Innovazione e regole: il bilanciamento degli interessi nella psd2 direttiva 2015/2366/UE", Università di Roma Tre, 12 ottobre 2018; OLIVIERI, *PSD2 e tutela della concorrenza nei nuovi mercati dei servizi di pagamento digitali*, in *Giur. comm.*, 2021, III, p. 450 ss; SEMERARO, *Modelli di responsabilità e private enforcement: appunti su PSD2 e operazioni di pagamento non autorizzate*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2022, IV, p. 832 ss; TROIANO-MEZZACAPO, *La maggiore convergenza nel negative scope della PSD2: i nuovi criteri applicativi della "limited network exclusion"*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2022, III, pp. 483-484.

²⁶ Cfr. BCE, *Cos'è lo SREP?*, novembre 2017.

critici nei confronti degli attacchi informatici.²⁷ Sono stati, in tal modo, aggiornati e migliorati i contenuti della prima direttiva *in subiecta materia* introdotta nel 2016, adeguandone la portata all'attuale situazione tecnologica.

La direttiva NIS 1 nel tempo aveva, infatti, evidenziato alcune lacune in quanto prevedeva una copertura limitata dei settori critici ed approcci non omogenei tra gli Stati membri, per cui gli obblighi di cibersicurezza, imposti ai soggetti che forniscono servizi o svolgono attività economicamente rilevanti, variavano “notevolmente da uno Stato membro all'altro in termini di tipo di obbligo, livello di dettaglio e metodo di vigilanza”.²⁸ Tali disparità comportano costi aggiuntivi e creano difficoltà per le entità che offrono beni o servizi transfrontalieri, per cui non risultava con chiarezza quali fossero gli obblighi a carico delle aziende; ciò con la conseguenza che era stato riscontrato un aumento delle minacce ai sistemi informatici e di rete utilizzati per fornire servizi essenziali in settori chiave.²⁹

Da qui l'esigenza di estendere l'ambito di applicazione degli obblighi di sicurezza a soggetti operanti in settori definiti “ad alta criticità” (tra i quali rilevano: acque, trasporti, sanità, alimentare, gestione rifiuti, pubblica amministrazione, ecc.). A tal fine particolare importanza è stata ascritta all'obbligo, disposto nei confronti di soggetti essenziali, di munirsi di misure tecniche, operative e organizzative adeguate (oltre che proporzionate) a gestire i rischi posti alla sicurezza dei sistemi informatici e di rete che tali soggetti utilizzano nelle loro attività, obbligo finalizzato all'obiettivo di prevenire o ridurre al minimo l'impatto degli incidenti,

²⁷ Cfr. *Considerando* n. 2 della direttiva UE 2022/2555 nel quale si legge: “Dall'entrata in vigore della direttiva (UE) 2016/1148 sono stati compiuti progressi significativi nell'aumentare il livello dell'Unione in materia di cibersicurezza. La revisione di tale direttiva ha mostrato quanto quest'ultima sia servita da catalizzatore per l'approccio istituzionale e normativo alla cibersicurezza nell'Unione, aprendo la strada a un significativo cambiamento della mentalità”.

²⁸ Cfr. *Considerando* n. 4 della direttiva UE 2022/2555.

²⁹ Per un'analisi ed un commento della direttiva (UE) 2016/1148 (cd. NIS 1) cfr. CONTALDO-PELUSO, *Cybersecurity. La nuova disciplina italiana ed europea alla luce della direttiva NIS*, Pisa, 2018.

come recita l'art. 21 della dir. UE 2022 /2555.³⁰

Particolare attenzione è stata, nel contempo, dedicata dal regolatore alla prevenzione degli incidenti informatici, introducendo significative innovazioni: (a) obbligo di segnalazione degli 'incidenti significativi' alle autorità competenti; (b) sanzioni amministrative per i casi di inosservanza della normativa; (c) imputazione ai vertici aziendali della responsabilità per la mancata attuazione delle misure previste.³¹

Da ultimo rileva il rafforzamento della cooperazione tra gli Stati membri che chiude il *framework* dispositivo in parola; obiettivo, quest'ultimo, incentrato su una maggiore collaborazione tra le autorità nazionali, tramite il gruppo di cooperazione NIS e il nuovo *Centro europeo di competenza per la cybersicurezza* (ECCC).

In linea con detta finalità di integrazione delle attività di cybersicurezza a livello europeo si configura, poi, la particolare modalità d'impiego dei '*team di risposta agli incidenti di sicurezza informatica*' (CSIRT), di cui all'art. 10 della direttiva, i quali sono preordinati a fornire assistenza tecnica ai soggetti in modalità variegata: dal monitoraggio e dall'analisi delle minacce informatiche all'emissione di preallarmi, allerte e bollettini in merito alla vulnerabilità ed agli incidenti, ecc. Ed invero, la previsione normativa - di cui all'art. 15 della direttiva - di creare una rete di CSIRT nazionali (al fine di promuovere collegamenti operativi tra gli Stati membri) conferisce peculiare rapidità ed efficacia alla capacità relazionale, aprendo la costruzione in esame alla prospettiva di una scansione proattiva dei sistemi informatici.

Le considerazioni sin qui esposte consentono di intravedere per il futuro una maggiore uniformità normativa in ambito UE con riguardo all'applicazione degli

³⁰ Cfr. CAVACEPPI-CONTALDO, *Cybersecurity Connect. La disciplina europea della Direttiva NIS2*, Roma, 2024, nel quale si analizza l'impatto della direttiva NIS 2 sulla normativa europea.

³¹ Cfr. MICOZZI, *Sicurezza informatica. Obblighi e responsabilità dopo il recepimento della NIS2 e la L. 90/2024*, Milano, 2024.

obblighi di cybersicurezza, donde l'ipotizzabile rafforzamento della resilienza delle infrastrutture critiche e della preparazione contro minacce cyber. Va da sé che spetterà alle autorità di supervisione guidare le azioni volte ad attenuare i rischi informatici e cibernetici derivanti dalla digitalizzazione del sistema finanziario; ciò non solo utilizzando l'apparato tecnico conoscitivo di cui attualmente esse dispongono, bensì dando vita ad innovative forme di cooperazione tra settore pubblico e privato che consentano di potenziare le relazioni intersettoriali e, dunque, di ampliare l'ambito di riferimento per poter individuare e gestire rischi informatici.

6. La digitalizzazione ha portato alla nascita di nuovi asset digitali (come le criptovalute), che possono esser utilizzati come mezzo di pagamento (in base alle previsioni del Regolamento MiCA) in operazioni che fanno ricorso a strumenti alternativi alla moneta avente corso legale ed alla prospettiva di utilizzare una *Central Bank Digital Currency*, ponendo peraltro nuove sfide alla stabilità del sistema finanziario. Si apre, quindi, all'interprete un campo d'indagine nel quale alla indubbia legittimità giuridica di emettere detta moneta digitale, si contrappongono perplessità di ordine sistematico con riguardo alle modalità di svolgimento dell'attività bancaria, sulla quale la affermazione di tale strumento monetario può avere ripercussioni di notevole entità.³²

Le autorità di settore italiane hanno dimostrato grande interesse per il fenomeno delle cripto-attività; significativo, al riguardo, è un documento della Banca d'Italia nel quale si segnala che «una rapida e ampia diffusione di questi strumenti potrebbe compromettere la stabilità del sistema finanziario», soprattutto a causa della mancanza di controlli [...] che possono limitare gli effetti di eventi

³² Cfr. CAPRIGLIONE-LEMMA, *The Adoption of Digital Euro: Problems and Perspectives*, in AA.VV., *Monetary Policy Normalization. One Hundred Years After Keynes' Tract on Monetary Reform*, a cura di Savona e Masera, Cham, 2023, p. 123 ss.

sfavorevoli.³³ Risulta evidente il timore che le cripto attività - potendo generare rischi di vario genere ove siano accolte favorevolmente nel settore - presentano un'incidenza negativa sulla stabilità del sistema finanziario, dovuta alla mancanza di un 'gestore centralizzato' ed al fatto che tale attività si svolge in un settore deregolamentato.

La Consob, che su *input* del suo presidente da alcuni anni dedica particolare attenzione all'analisi di tale fenomeno, nei suoi orientamenti rappresenta che una ipotesi regolatoria non può prescindere dalla definizione di *standard* operativi ai quali devono conformarsi tutti i soggetti coinvolti dal medesimo.³⁴ Ciò in quanto le cripto attività possono causare significativi rischi alla stabilità del settore finanziario e monetario, ribaltando i cardini dell'attuale costruzione disciplinare fondata sulla rigorosa osservanza dei precetti normativi posti a presidio della sicurezza operativa (riveniente dalla trasparenza dell'*agere* e da adeguati meccanismi di controllo). L'autorità pubblica è chiamata, quindi, a valutare questioni variegata riconducibili al carattere tipologico delle operazioni in parola, poste in essere al di fuori degli ordinari canali della concorrenza controllata; la necessità di pervenire, in tempi brevi, ad efficaci soluzioni regolamentari conferisce peculiare vettorialità all'azione da porre in essere. Quest'ultima, infatti, deve aver riguardo alla funzione economica degli strumenti utilizzati, valutando nello specifico se sussistono i presupposti di eventuali turbative all'ordine del mercato.

Al riguardo, va fatto presente che i servizi in esame sono caratterizzati da un legame con meccanismi di stabilizzazione basati su automatismi algoritmici, per cui l'attività svolta è connotata da un'elevata volatilità che espone a grandi rischi i detentori di cripto-attività; ciò con la conseguenza che detti strumenti finiscono con

³³ Cfr. *Comunicazione* della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e nelle cripto attività, Roma, giugno 2022; in senso conforme v. *Considerazioni finali* del maggio 2022, p. 19.

³⁴ Faccio riferimento al Discorso del Prof. Paolo Savona, tenuto a Roma il 14 giugno 2021, nel quale si sottolinea l'intrinseca rischiosità del ricorso ai 'meccanismi automatizzati'.

l'essere impiegati prevalentemente per finalità speculative. A ben considerare, tuttavia, gli indicati meccanismi di stabilizzazione (*algorithmic stablecoins*) - pur migliorando l'efficienza delle modalità di offerta, grazie alle 'tecnologie dei registri distribuiti' (DLT) - non sottraggono gli utenti al rischio cui li espone il loro coinvolgimento in siffatto contesto operativo. Ed invero, la scarsa trasparenza e la ridotta affidabilità di una attività svolta al di fuori del perimetro della regolazione possono causare situazioni di pericolo, destinate ad una probabile espansione. Da qui l'esigenza, rappresentata in più sedi, di predisporre misure idonee ad evidenziare detta pericolosità e, dunque, volte a ridurre i rischi per gli investitori, i quali di frequente, a causa di una limitata conoscenza di tali strumenti finanziari, diventano vittime della insana cupidigia da cui sono mossi.³⁵

La dottrina economica di fronte a tale realtà ha sottoposto ad attento esame la tematica in parola soffermandosi sulle ipotizzabili criticità rivenienti dall'«utilizzo di tecnologie decentralizzate (*Distributed Ledger Technologies* o DLT) nel campo dei servizi finanziari» connesse, tra l'altro, alla blockchain, notoriamente priva di un data base centralizzato e di un amministratore.³⁶ Vengono, quindi, evidenziati i fattori caratterizzanti della finanza decentralizzata e, in particolare, la gestione (effettuata dalle piattaforme) delle transazioni economiche che vengono strutturate in 'blocchi' collegati tra loro (blockchain); meccanismo automatizzato sul quale mi sono già intrattenuto in precedenza.

Tale analisi - nel sottolineare che la circolazione in rete fruisce di programmi

³⁵ Cfr. tra gli altri il lavoro intitolato *Blockchain: the road to the next web revolution*, edito nel gennaio 2022 dall'Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger del politecnico di Milano, ove - nella Introduzione di PEREGO-SCIUTO - si sottolinea che la partecipazione alla rivoluzione applicativa dei nuovi «modelli di finanziamento, di ownership e di business richiede a sviluppatori, aziende e utenti una comprensione dei meccanismi tecnologici e delle loro prospettive e capacità di adattamento e innovazione all'interno di un quadro in rapida evoluzione».

³⁶ Cfr. in argomento MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle cryptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss.

che consentono di operare senza controlli da parte di autorità centrali³⁷ - individua nella 'catena di blocchi' (ordinata cronologicamente e aggiornata solo col consenso dei partecipanti al sistema) una forma operativa sicura che dovrebbe impedire forme di manipolazione dei dati i quali, una volta inseriti, vengono registrati e sono validati dagli apparecchi collegati al *network*. Da qui la valutazione positiva dell'ecosistema di applicazioni finanziarie *open source*, avvalorata anche dall'ovvia riduzione (per gli utenti) dei costi associati alla fruizione dei prodotti e dal fatto che un sistema decentralizzato è forse in grado di resistere meglio ad attacchi informatici o a incidenti operativi rispetto a un sistema accentrato.³⁸

Nonostante tali vantaggi, in un mio saggio di alcuni anni fa, mi soffermai sull'intrinseca opacità che qualifica tale modalità dell'*agere* finanziario, che per certi versi giustifica un largo senso di sfiducia per siffatta strumentazione fenomenica, che per converso è favorita dagli elevati costi e dalle inefficienze dell'attuale sistema dei pagamenti.³⁹ Ciò prescindendo dal timore che una diffusione eccessiva della moneta virtuale possa minare l'equilibrio di quella legale, ponendo alle autorità di vertice del settore problematiche di difficile soluzione per il contenimento degli automatismi a base della creazione di *cripto-assets*. La complessità del mondo virtuale fa da sfondo a tale mio convincimento che vede le cripto attività allocate in uno scenario nel quale esse si propongono con una funzione alternativa a quella degli intermediari abilitati sovrapponendosi a questi ultimi in una logica sostanzialmente competitiva, anche se - come ho detto dianzi - la loro circolazione non fruisce dei meccanismi di protezione che assistono gli

³⁷ Cfr. MINENNA, *Criptovalute: perché il 2022 sarà l'anno dei regulators*, in *IlSole24Ore* del 11 ottobre 2021, ove si sottolinea il decollo a livello globale delle valute digitali, donde l'avvio di una massiccia campagna di regolamentazione dei mercati.

³⁸ Cfr. tra gli altri DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori?* in *Contratto e impresa*, 2017, no. 2, p. 637 ss; AVGOULEAS-KIAYIAS, "The Promise of Blockchain Technology for Global Securities and Derivatives Markets: The New Financial Ecosystem and the 'Holy Grail' of Systemic Risk Containment", in *Edinburgh School of Law Research*, Paper No. 2018/43; PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open review of management, banking and finance*, 2021.

³⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, cit.

strumenti finanziari tradizionali.

In una prospettiva più strettamente giuridica, ai fini della qualificazione delle cripto attività necessita aver riguardo alla specificità negoziale dei rapporti di cui trattasi. Dottrina e giurisprudenza convergono nel ricondurre la fattispecie nell'ambito della moneta elettronica, anche se sono configurabili talune incertezze dovute alla circostanza che in sede giudiziaria le cripto attività sono state inquadrare in modalità che potremmo definire contrastanti. Ed invero, esse sono state inserite da taluni giudici di merito nella categoria degli strumenti finanziari,⁴⁰ potendo ricondursene l'essenza, secondo la giurisprudenza amministrativa, a «mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento».⁴¹ A fronte di tale indirizzo se ne rinviene un altro che configura i cripto assets come “beni immateriali”, per natura privi di qualsivoglia supporto, nonché muniti del carattere di fungibilità e potenzialmente destinati a formare oggetto di diritti.⁴² Di certo le piattaforme conferiscono peculiare flessibilità all'incontro tra gli utenti affinché tale forma di *business* sia realizzabile; va detto, peraltro, che tale ruolo non va al di là del tecnicismo operativo che connota l'attività di siffatti strumenti meccanicistici. Sicché sul piano concettuale è difficile condividere l'ipotesi secondo cui le piattaforme concretizzano una «frammentazione dell'impresa intesa come soggetto che riunisce in sé le diverse fasi dalla produzione alla distribuzione»,⁴³ volendo ad esse riconoscere una soggettività intermediatrice che travalica i tratti di un applicativo tecnologico coerente con la loro essenza.

Da ultimo, va chiarito che le cripto attività non sono in alcun modo assimilabili alla moneta legale in quanto al momento della loro nascita il relativo potere di acquisto è inesistente, non avendo dietro un rapporto economico di debito e credito, come è dato riscontrare nella creazione di moneta legale che vede

⁴⁰ Cfr. *ex multis* Trib. Verona, Sez. II civile, 26 gennaio 2017, n. 19523.

⁴¹ Così T.A.R. LAZIO, sez. III, 28 gennaio 2020, n. 1077.

⁴² Cfr. Trib. Firenze, sez. fallimentare, sentenza n. 18 del 21 gennaio 2019.

⁴³ Così CANEPA, *I mercanti dell'era digitale*, Torino 2020, p. 24.

debitrice un istituto pubblico di emissione. In esse detto rapporto di debito e credito si concreta solo al verificarsi dell'aspettativa che qualcuno accetti spontaneamente lo strumento virtuale creato per poi rivenderlo ad altri al momento opportuno; resta comunque incerta la reale responsabilità del debitore "secondario", non rinvenendosi alla radice (delle relazioni negoziali) un debitore "primario". Per tali motivi ampia parte della dottrina, nonostante i *bitcoin* presentino profili di similitudine con la moneta scritturale e/o elettronica, ha ravvisato impossibile qualificarli come "valuta" (non avendo essi corso legale), né come "moneta" (non essendo in grado di assolvere compiutamente le funzioni richieste dalla teoria economica).⁴⁴

Pertanto, ritengo non condivisibile la tesi secondo cui, essendo le parti libere di decidere le modalità tecniche delle proprie transazioni, esse possono considerare il *bitcoin* come "moneta, seppure non avente corso legale".⁴⁵ Il mio convincimento è confortato da alcune puntuali osservazioni della Consob sulla creazione via computer di «moneta fiduciaria» privata, nelle quali si sottolinea che quest'ultima reca una minaccia alla funzione redistributiva, propria della democrazia, ed a quella produttiva-commutativa, propria del mercato.⁴⁶ Entrambe risultano, infatti, alterate dalla creazione di un potere di acquisto digitalizzato, ancor più se collocato in una contabilità perfettamente decentrata. Conseguo il richiamo, da parte della nominata autorità, alla necessità di dedicare particolare attenzione all'analisi delle implicazioni delle monete virtuali sugli equilibri sociali; attenzione che finora ha ricevuto scarsa considerazione non essendo state adeguatamente approfondite tematiche quali il *digital divide*, la *privacy* e il diritto alla libera iniziativa privata.⁴⁷

⁴⁴ Cfr. CIACCI, *Pagamenti elettronici e moneta elettronica. La tutela dei consumatori in internet e nel commercio elettronico*, Tomo II, Milano, 2012, p. 539 ss.

⁴⁵ Cfr. PASTUCCI, *La natura giuridica del bitcoin*, in *Rivista della Corte dei Conti*, 2018, p. 360.

⁴⁶ Cfr. Relazione per l'anno 2021, p. 18.

⁴⁷ Per quanto fin dall'inizio di questo millennio siano stati avviati studi volti ad evidenziare il significativo divario esistente tra coloro che hanno accesso alle tecnologie dell'informazione (cfr. tra gli altri BENTIVEGNA, *Disuguaglianze Digitali. Le nuove forme di esclusione nella società*

7. Gli esiti dell'indagine sin qui svolta consentono di chiarire la comparazione con la moneta legale degli innovativi schemi informatici nei quali potrà trovare attuazione l'«euro digitale» (oggi all'attenzione della BCE intenzionata a dar vita a tale moneta elettronica). Tale approfondimento consente, infatti, di identificare i caratteri differenziali che connotano quest'ultimo rispetto agli elementi strutturali della finanza decentrata, la quale trova espressione in un *agere* che, per le sue peculiarità, sembra porsi in termini competitivi con l'attività degli intermediari abilitati. Si apre, quindi, all'interprete un campo d'indagine nel quale alla indubbia legittimità giuridica, sottesa alla possibilità di emettere detta moneta digitale, si contrappongono perplessità di ordine sistematico con riguardo alle modalità di svolgimento dell'attività bancaria, sulla quale l'affermazione di siffatto strumento monetario può avere ripercussioni di notevole entità.

Ho detto che le *cripto valute* non sono in alcun modo assimilabili alla *moneta legale* in quanto al momento della loro nascita il relativo potere di acquisto è inesistente, non avendo dietro un rapporto economico di debito e credito, e che la struttura e la funzionalità tecnica dei *bitcoin* non consente di qualificarli come "valuta" (non avendo essi corso legale), né come "moneta" (non essendo in grado di assolvere compiutamente le funzioni richieste dalla teoria economica). A ciò si aggiunga la puntualizzazione, contenuta nella normativa di alcuni Stati, volta a prevedere - come nella disposizione dell'art. 1277 del codice civile italiano - che «i debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento e per il suo valore nominale», regola che consacra il principio secondo cui dietro un rapporto economico di debito e credito, come alla base di ogni altra simile operazione che si realizza sul mercato, deve sussistere un istituto

d'informazione, Bari, 2009) si è ancora lontani dalla realizzazione di una 'alfabetizzazione digitale' che renda possibile una effettiva capacità di utilizzo dei media informatici.

pubblico di emissione.⁴⁸

Ne consegue che solo la moneta legale è in grado di adempiere ad una funzione solutoria illimitata nei pagamenti, come si evince anche dalla precisazione disposta dal legislatore italiano nell'art. 2004 cod. civ., che pone limiti alla 'libertà di emissione' dei titoli di credito contenenti «l'obbligazione di pagare una somma di danaro», statuizione interpretata dalla dottrina classica come diretta al controllo (da parte dello Stato) della moneta e dei titoli di pagamento.⁴⁹ Per converso, nell'impiego di cripto valuta, come ho già precisato, si assiste ad un pieno sovvertimento dei criteri testé esposti in quanto il potere d'acquisto della medesima al momento della nascita è inesistente, laddove il rapporto di debito e credito si concretizza solo in presenza di un circuito positivo tra accettazione spontanea dello strumento virtuale e successiva cessione di quest'ultimo ad altri.

Tali considerazioni trovano riscontro nella posizione di Mario Draghi, il quale non considera moneta il *bitcoin* per due ragioni. La prima si individua nel fatto che «il valore del *bitcoin* ha forti oscillazioni», mentre «un euro oggi è un euro domani e il suo valore è stabile»; la seconda nella considerazione secondo cui mentre «l'euro è sostenuto dalla Banca Centrale Europea, il dollaro dalla Federal Reserve, le valute

⁴⁸ Donde la conseguenza, sottolineata dalla dottrina, che le valute virtuali non possono configurarsi come mezzo di estinzione dei debiti pecuniari ai sensi dell'art. 1277 c.c.), cfr. CAPOGNA, PERAINO, PERUGI ed altri, *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, in *Diritto mercato tecnologia*, 2015, p. 49.

⁴⁹ Cfr. tra gli altri ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1966, p. 112; PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, p. 67; MARTORANO, *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari*, Napoli, 1979, p. 69 ss.; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1994, pp. 86 s., 93 ss.; OPPO, voce *Titoli di credito I) In generale*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXI, Roma, 1994, p. 13; PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1997, p. 23 ss.

È il caso di ricordare che in Italia, fin dagli ultimi decenni del secolo scorso in letteratura venne sottolineato lo stretto nesso esistente tra la norma dell'art. 2004 cod. civ. e il disposto dell'art.141 del T.U. n. 204 del 1910 sugli *Istituti di emissione* ravvisando in tale nesso l'attestazione del privilegio statale dell'emissione di moneta; cfr. CAPRIGLIONE, *L'emissione di buoni di acquisto e l'art. 141 del T.U. del 1910 sugli Istituti di emissione*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione*, 1975; ID, *I surrogati della moneta nella vigente normativa del T.U. 28 aprile 1910, n. 204, sugli Istituti di emissione*, in *Banca e borsa*, 1975.

sono sostenute dalle banche centrali dei loro governi. Nessuno lo fa con *Bitcoin*».⁵⁰

Del resto, la definizione delle ‘valute virtuali’ data dal regolatore europeo - nella direttiva UE n. 2015/849 (IV direttiva antiriciclaggio), art. 3, punto 18 (come aggiornata dalla direttiva UE n. 2018/843 (V direttiva antiriciclaggio) - tiene a precisare che esse sono «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo *status* giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente».

Alla luce di quanto precede si spiega la ragione per cui le cripto valute sono al centro di alcuni studi della BCE, nei quali l’approfondimento dell’essenza delle monete virtuali risulta finalizzato all’accertamento della possibilità per le banche centrali di utilizzare la tecnologia posta a fondamento delle stesse.⁵¹ Si comprende, altresì, la posizione di Piero Cipollone, all’epoca vice direttore della Banca d’Italia, secondo cui l’emissione di un euro digitale, «rappresenterebbe un efficace strumento di contrasto alla diffusione delle cripto valute che sono invece schemi di pagamento privati».⁵²

8. Nel presupposto che la digitalizzazione della finanza ha ampliato le opzioni di pagamento disponibili in quanto le grandi tecnologie sono entrate nel mercato dei pagamenti, la BCE si fa portatrice di un progetto sull’euro digitale che non ha solo rilevanza tecnica ma - come tenne a sottolineare Fabio Panetta, all’epoca

⁵⁰ Cfr. in senso conforme l’editoriale *Draghi:bitcoin non è moneta*, visionabile su *Iusletter* del 14 febbraio 2018, nel quale si riporta la precisazione del Presidente della BCE dell’epoca secondo cui le monete virtuali «non sono denaro, né lo saranno nel prossimo futuro».

⁵¹ Cfr. BCE, Publications on Central bank digital currencies (CBDC), visionabile su www.ecb.europa.eu/home/search/html/central_bank_digital_currencies_cbdc.en.html.

⁵² Cfr. l’intervento svolto il 15 novembre 2021 su “*Il ruolo dell’euro digitale come ancora del sistema dei pagamenti*” al convegno “*La digitalizzazione degli strumenti finanziari: opportunità e rischi*”, organizzato dalla Banca d’Italia e dall’Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito (ANSPC).

membro dell'*Executive Board* di detta istituzione - presenta anche «una chiara dimensione politica in considerazione delle sue ampie implicazioni sociali».⁵³

Motivazioni diverse fanno ritenere opportuna la possibilità di dar vita ad una moneta elettronica, emessa dall'Eurosistema, che affianchi e non sostituisca la fisicità del mezzo monetario oggi in vigore, assicurando a tutti i cittadini dell'area euro l'accesso al contante.⁵⁴ Al riguardo si rappresentano gli sforzi della BCE per attivare una propria *Central Bank Digital Currency* in vista di un necessario adeguamento del sistema dei pagamenti al comportamento degli operatori del mercato e, dunque, alla loro opzione per le modalità digitali. Ciò, fermo restando l'esigenza di «preservare il ruolo della moneta pubblica ... al fine di assicurare in maniera ordinata la coesistenza, la convertibilità e la complementarità delle varie forme di moneta».⁵⁵

Inoltre, va tenuto presente che l'Eurosistema, nel caso in cui venga ufficializzata detta moneta digitale, dovrà continuare ad assicurare l'accesso al contante in tutta l'area di sua competenza, per cui la nuova moneta elettronica finirebbe unicamente con l'ampliare la gamma delle possibili scelte della modalità di pagamento, in vista di un più facile svolgimento delle attività economico finanziarie.⁵⁶ A ciò si aggiunga la capacità sinergica dell'euro digitale con le soluzioni di pagamento private, per cui esso è in grado di rendere il sistema di pagamento europeo più innovativo, competitivo e resiliente. Sotto altro profilo rileva, poi, la possibilità di addivenire ad un più stretto rapporto tra le economie digitali europee rispetto alle quali l'euro digitale potrebbe svolgere una funzione unificante; non a

⁵³ Cfr. l'editoriale intitolato *Panetta (BCE): progetto dell'euro digitale ha una chiara dimensione politica*, visionabile su <https://finanza.lastampa.it/News/2023/01/23/panetta-bce-progetto-delleuro-digitale-ha-una-chiara-dimensione-politica>.

⁵⁴ Cfr. BCE, *Un euro digitale*, visionabile su https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.it.html

⁵⁵ Cfr. BCE, *L'euro digitale e l'evoluzione del sistema finanziario*, Considerazioni introduttive di Fabio Panetta, dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, Bruxelles, 15 giugno 2022.

⁵⁶ Cfr. BCE, *Rapporto su un euro digitale*, visionabile su https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/report/html/index.it.html.

caso valutando siffatta evenienza in un *report* della BCE si sottolinea che nella moneta elettronica da essa emessa è ravvisabile «un emblema del processo di integrazione europea in corso».⁵⁷

Ciò posto, nonostante gli indicati benefici connessi all'utilizzo della tecnologia informatica nella creazione di moneta, non ci si può nascondere che sono ipotizzabili alcuni inconvenienti nella realizzazione del progetto in parola. Di ciò è pienamente consapevole la stessa BCE, come si evince dall'intervento di un suo esponente, il quale ha sottolineato che l'opzione di cui trattasi ha implicazioni non solo di carattere tecnico, ma anche politico e legale.⁵⁸ Da qui l'atteggiamento prudenziale della BCE per la quale la creazione dell'euro digitale è subordinata al soddisfacimento di «una serie di principi e requisiti ... tra cui l'accessibilità, la robustezza, la sicurezza, l'efficienza e la *privacy*, nel rispetto della legislazione in materia».⁵⁹ Si spiega, quindi, la ragione per cui detta istituzione ha avvertito l'esigenza di avvalersi di una 'consultazione pubblica' per accertare, in via preventiva, la rispondenza del progetto alle esigenze dei potenziali fruitori dell'euro digitale.

È evidente la consapevolezza di essere in presenza di un'innovazione che incide sia su rilevanti profili di politica monetaria, sia sugli assetti operativi del settore finanziario, che - come si dirà qui di seguito - potrebbe essere esposto ad un rischio di disintermediazione a causa di un effetto concorrenziale determinato dall'euro digitale nei confronti dell'ordinaria attività posta in essere dagli appartenenti al settore del credito.

A ben considerare, infatti, il progetto della moneta digitale, nel tener ferma la connotazione tipica del contante, consente benefici di altro genere, quale ad

⁵⁷ Cfr. BCE, *Report on digital euro*, ottobre 2020, ove si esamina la problematica dell'emissione di una *Central Bank Digital Currency* (CBDC) dal punto di vista dell'Eurosistema.

⁵⁸ Cfr. Speech di Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Consensus 2020 virtual conference, 11 maggio 2020.

⁵⁹ Cfr. BCE, *Report on digital euro*, cit., p. 4.

esempio la possibilità di effettuare pagamenti *offline*; in altri termini, la nuova tecnologia sembra destinata ad attrarre l'interesse di quanti intendono optare per un cambiamento dell'*agere* finanziario. Sicché, si è in presenza di una innovazione tecnologica che reca un significativo vantaggio ai risparmiatori/depositanti in quanto - oltre a fornire ai cittadini denaro da utilizzare con sicurezza per i loro pagamenti - consentirebbe di convertire i depositi intrattenuti presso le banche commerciali in un CBDC privo di rischi. A fronte della evidente utilità riveniente da tale formula operativa, rilevano le conseguenze negative ipotizzabili con riguardo ai casi di 'crisi' degli enti creditizi, essendo prefigurabile l'intento dei titolari dei depositi bancari di procedere ad una tempestiva sostituzione di questi ultimi con moneta digitale.⁶⁰

Si individuano i presupposti per ravvisare l'esistenza di 'punti deboli' nell'attuale configurazione/strutturazione dell'euro digitale, ai quali la BCE sta tentando di rimediare nella fase di preparazione, avviata il 1° novembre 2023, nella quale saranno definite le basi operative e normative dell'euro digitale.⁶¹ Significative, al riguardo, sono le parole pronunciate da Christine Lagarde, presidente della BCE, in un intervento tenutosi a Francoforte sul Meno il 18 ottobre 2023: "Dobbiamo preparare la nostra moneta per il futuro. Concepiamo un euro digitale come una forma digitale di contante che possa essere utilizzata gratuitamente per qualsiasi pagamento digitale e che risponda agli *standard* più elevati di riservatezza. Un euro digitale affiancherebbe il contante, che sarà sempre disponibile, in modo che nessuno rimanga indietro".⁶²

Nello specifico, a fronte dell'elaborazione di un manuale di norme, la BCE sta predisponendo un insieme di regole che definiranno: a) le procedure per

⁶⁰ Cfr. CAPRIGLIONE, *Technological innovation and digital euro. the dilemma of applicable regulation*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2022, p. 156 ss.

⁶¹ Cfr. BCE, Comunicato stampa del 18 ottobre 2023 su *L'Eurosistema passa alla fase successiva del progetto sull'euro digitale*.

⁶² Cfr. BCE, *Progress on the preparation phase of a digital euro. Executive summary*, visionabile su https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/ecb.deprp202412.it.html.

individuare i partner tecnologici che svilupperanno la piattaforma e le infrastrutture necessarie per l'emissione e la gestione dell'euro digitale; b) le tecnologie avanzate, come la pseudoanonimizzazione e l'*hashing*, per garantire la protezione dei dati degli utenti e la conformità alle normative sulla *privacy*; c) accessibilità a cittadini e imprese attraverso la distribuzione da parte di intermediari vigilati come le banche, i quali saranno responsabili della conformità alle normative antiriciclaggio e sicurezza.

L'euro digitale dovrebbe essere configurato come una forma digitale di contante da utilizzare per i pagamenti digitali da persona a persona in tutta l'area dell'euro, nonché per quelli presso i punti vendita, nel commercio elettronico e nelle operazioni con le amministrazioni pubbliche.⁶³ La decisione in merito alla sua emissione sarà presa dal Consiglio direttivo della BCE allorché verrà completato l'*iter* legislativo avviato da una proposta di regolamento presentata il 28 giugno 2023 dalla Commissione europea.⁶⁴

Francesco Capriglione

⁶³ Cfr. BCE, *Il ruolo dell'euro digitale nel settore dei pagamenti e della finanza digitali*, Contributo pubblicato su Bancaria tratto dall'intervento di Piero Cipollone, Membro del Comitato esecutivo della BCE, alla *Crypto Asset Lab Conference on crypto-asset and CBDC challenges* del 17 gennaio 2025.

⁶⁴ Cfr. COM(2023) 369 final, nella quale si prevede, tra l'altro, che l'euro digitale avrà lo stesso status delle banconote e monete in euro, la gratuità per i cittadini del relativo utilizzo, la responsabilità degli intermediari finanziari della sua distribuzione, la fruibilità anche da parte di persone non residenti nell'area euro.

SCIENZA DEI DATI, INTELLIGENZA ARTIFICIALE E MEGATREND GLOBALI: GUARDANDO INDIETRO E IN AVANTI *

*(Data Science, Artificial Intelligence and
Global Megatrends)*

ABSTRACT: *Questa breve nota accademica offre, in una prospettiva temporale, una panoramica su data science, intelligenza artificiale e megatrend globali. Vengono individuate le nuove sfide per l'umanità, la società e la politica, anche come conseguenza della materializzazione fisica dell'IA e del dilemma della coscienza. Si sottolinea la necessità di un approccio multidisciplinare in relazione alla difficile transizione energetica. Tecnologie emergenti critiche e distruttive nel campo della guerra autonoma rappresentano gravi insidie. I robot umanoidi costituiscono un elemento complesso e centrale del nuovo mondo. Le guerre sono tornate e rappresentano una terribile minaccia. La pace è ancora possibile, ma deve essere una conquista comune, come indicano molte voci autorevoli: non dovrebbero restare come "clamantes in deserto".*

This short academic note provides, in a time perspective, an overview of data science, artificial intelligence and global megatrends. It identifies the new challenges to mankind, society and politics, also as a result of the physical embodiment of AI and the consciousness conundrum. The need for a multidisciplinary approach is stressed with respect to the troubled energy transition. Critical emerging destructive autonomous warfare technologies represent major quagmires. Humanoid robots are a key complex feature of the new world. Wars have come back and represent a terrible menace. Peace is still possible, but must represent a common conquest, as many authoritative voices indicate: they should

* Contributo approvato dai revisori.

not be left as “clamantes in deserto”.

SOMMARIO: 1. L'economia: scienza sociale multidisciplinare. - 2. Discipline sociali, ambientali e tecnologiche: il *“current knowledge paradigm”*. - 3. Scienza dei dati e Intelligenza artificiale: il nuovo mondo. - 4. Riflessioni critiche sulle policies climatiche ed energetiche: the troubled energy transition. - 5. Humanoid Robots, AI, GAI, AGI: la sfida epocale. - 6. Riflessioni conclusive *“forward looking, tentative and preoccupied”*. - 7. Riferimenti bibliografici.

1. L'economia è forse la principale scienza sociale, ma richiede oggi un approccio multidisciplinare. È proiettata a guardare al futuro del genere umano sulla base dei nuovi avanzamenti tecnologici connessi all'Infosfera (InS), alla Information and Communication Technology (ICT), alla Data Science (DS) e alla Artificial Intelligence (AI). La salvaguardia dell'ambiente e l'economia circolare sono diventati obiettivi chiave. Occorre salvare la “navicella spaziale Terra” da shock senza precedenti. La scarsità, caratteristica della scienza economica, investe al contempo le risorse e lo spazio disponibili: la stessa distinzione risulta sotto certi versi artificiosa, come ha mostrato l'economista e filosofo Kenneth Boulding (1970). Sempre nel secolo scorso John Naisbitt (1982), illustre accademico e politologo, ha sviluppato l'analisi dei sistemi sociali facendo riferimento al concetto di megatrend globali, che continua ancor oggi a essere punto fondamentale anche sotto il profilo delle policies.

2. Le scienze sociali, politiche, giuridiche, economiche, ambientali, demografiche e quelle tecnologiche, fisiche, statistiche, probabilistiche si intersecano e si sovrappongono sempre più. Gli accadimenti e le proiezioni diventano fenomeni geopolitici. Solo con un fil rouge analitico si può ottenere una visione d'assieme integrata con spunti critici per la riflessione, per le policies, per l'analisi del futuro, comunque incerto. Il regime cyber-fisico offre grandi potenziali vantaggi, ma implica rischi molto significativi.

Si sta manifestando un knowledge paradigm: l'avanzamento tecnologico, l'innovazione digitale, il capitale umano e fisico, pubblico e privato, sono i pilastri che consentono di trasformare società ed economie e di trarre i benefici dell'innovazione creativa. Ma si profilano al contempo rischi senza precedenti, in particolare nell'applicazione della AI e della robotica al warfare e ai conflitti tra aree e paesi. I robot che possono attaccare l'uomo e i droni indirizzati dagli stessi robot sono una realtà operativa dei cosiddetti "lethal autonomous weapon systems, LAWS" (UN, Group of Government Experts on LAWS, 2023).¹

La fantascienza di Isaac Asimov (1942 e 1995) diventa tangibile; scompare tuttavia il cardine rappresentato dalle Quattro Leggi a cui devono sottostare i robot positronici, inclusa la "Legge zero", secondo la quale un robot non può danneggiare direttamente o indirettamente il genere umano.

L'evoluzione tecnologica e informatica nell'ultimo mezzo secolo è spesso sintetizzata facendo riferimento alla cosiddetta (impropriamente) legge di Moore. Gordon Moore, fisico e ingegnere elettronico, cofondatore di Intel, aveva formulato nel 1965 la previsione, basata su osservazioni empiriche, che il numero dei componenti elettronici di un chip sarebbe raddoppiato con cadenza annuale (G. Moore 1965). Ciò avrebbe rivoluzionato tutti i sistemi digitali integrati e quindi, se pure in diversa misura, i sistemi produttivi.

Come lo stesso Moore aveva correttamente anticipato, si stabilivano rapporti bidirezionali dinamici tra sistemi digitali, informatica e intelligenza artificiale. Moore ha pertanto avuto un profondo impatto sull'evoluzione della Data Science, del Machine Learning, del Deep Learning e della AI (cfr. Par. 3).

Aldilà della complessa rivoluzione produttiva/reddituale - esaminata in particolare da Elon Musk (2024) - per il lavoro umano, ancor più delicata è la

¹ Secondo molti esperti militari, in particolare nelle Nazioni Unite e negli Stati Uniti, le autonomous weapons rappresentano la "terza rivoluzione" nella tecnologia bellica, dopo la polvere da sparo, sviluppata in Cina alla fine del primo millennio d.C., e la bomba atomica, usata per la prima volta alla fine della seconda guerra mondiale, nell'agosto 1945 a Hiroshima e a Nagasaki (il Giappone accettò la resa incondizionata il 15 agosto).

questione di cercare di mantenere il controllo dell'uomo su intelligenze artificiali più sviluppate di quella umana (J. Hinton 2024).

In termini ancor più generali, si ha un'ulteriore conferma degli assiomi di Global Uncertainty e di teoria del caos, che stentano a essere incorporati nella scienza sociale ed economica (J. Kay and M. King 2020).

Società, politica e governi sono oggi chiamati a ricercare una global governance in un mondo che ha ripreso viceversa a frammentarsi politicamente, commercialmente e finanziariamente. Ne è riprova la dinamica delle spese militari globali in costante aumento: hanno raggiunto \$2,7 trilioni nel 2024, con la crescita più elevata dalla fine della Guerra Fredda. I paesi più importanti sono Stati Uniti, Cina e Russia, sempre più collegate, e i newcomers Germania e India.

Clima, difesa, warfare e sovranità monetaria si confrontano con enormi sfide.

Dalle crisi stentano a manifestarsi soluzioni che consentano di guardare avanti con realismo, fiducia e collaborazione internazionale per evitare gli errori del passato, per non ricadere in guerre mondiali che si è saputo e potuto evitare negli ultimi 80 anni. Una way forward, partendo dall'Unione europea e guardando al mondo, nella prospettiva della rivoluzione dell'intelligenza artificiale, è stata tracciata dalla Presidente del Parlamento europeo Roberta Metsola (2025b). Il ruolo strategico nell'Europa del futuro della moneta unica è stato mostrato dal Governatore della Banca d'Italia Fabio Panetta (2024).

3. La DS identifica le metodologie e i processi multidisciplinari rivolti a estrarre conoscenze analitiche e operative, utilizzando procedure e sistemi scientifici. La DS comprende settori quali: AI, statistica, teoria della probabilità, matematica, informatica, ingegneria ed econometria.

DS e AI sono termini evolutivi per fare riferimento a tecnologie e metodi relativi alla comprensione, all'analisi e all'utilizzo di dati digitali. Possono generare imprecisioni, al di fuori di sistemi di riferimento rigorosi e puntuali. Ma la stessa

continua profonda evoluzione in atto può suggerire di adottare criteri non eccessivamente rigidi, per cogliere le relazioni simbiotiche in continuo divenire.

La DS combina processi e sistemi per analizzare e interpretare i dati, rappresenta la pietra angolare sulla quale poggia l'AI: la rivoluzione globale in atto.

La DS attraverso tecniche di raccolta, pulizia, analisi e visualizzazione dei dati trasforma le enormi quantità di informazioni grezze (Big Data BD) in dataset utilizzabili, essenziali per l'addestramento e lo sviluppo dei modelli di AI. Le metodologie statistiche, le analisi predittive e quelle previsive, le tecniche di apprendimento automatico costituiscono la base per la creazione di algoritmi intelligenti.

L'AI si focalizza sullo sviluppo di sistemi capaci di simulare processi cognitivi umani, come il ragionamento, l'apprendimento e la percezione, e rende la DS sempre più efficace.

La DS rappresenta un insieme ampio che include i cosiddetti Expert Systems (ES) progettati per risolvere problemi attraverso regole predefinite, il Machine Learning (ML) che, con tecniche quali alberi decisionali, regressione logistica e support vector machine, è in grado di apprendere dai dati senza una programmazione con regole fisse, il Deep Learning (DL), del quale è figura chiave il Premio Nobel G. Hinton. Il DL, utilizzando reti neurali artificiali profonde, è in grado di estrarre automaticamente rappresentazioni complesse dei dati, senza richiedere un'estrazione manuale delle loro caratteristiche. Le più recenti soluzioni di Generative Artificial Intelligence (GAI) consentono di creare contenuti realistici innovativi, come immagini, video, testi e musica.

L'insieme è in continua evoluzione e può pervenire a forme di Artificial General Intelligence (AGI), in grado di apprendere, ragionare e adattarsi in modo autonomo a un'ampia varietà di compiti e funzioni, replicando la flessibilità cognitiva umana.

L'insieme di riferimento comprende inoltre le metodologie di analisi

predittive (predictive) e previsive (forecasting), sempre più importanti ai fini di cercare di anticipare gli eventi futuri in un mondo in continua evoluzione con rischi, come indicato, micro e macro, anche geopolitici, molto elevati (Fig. 1).

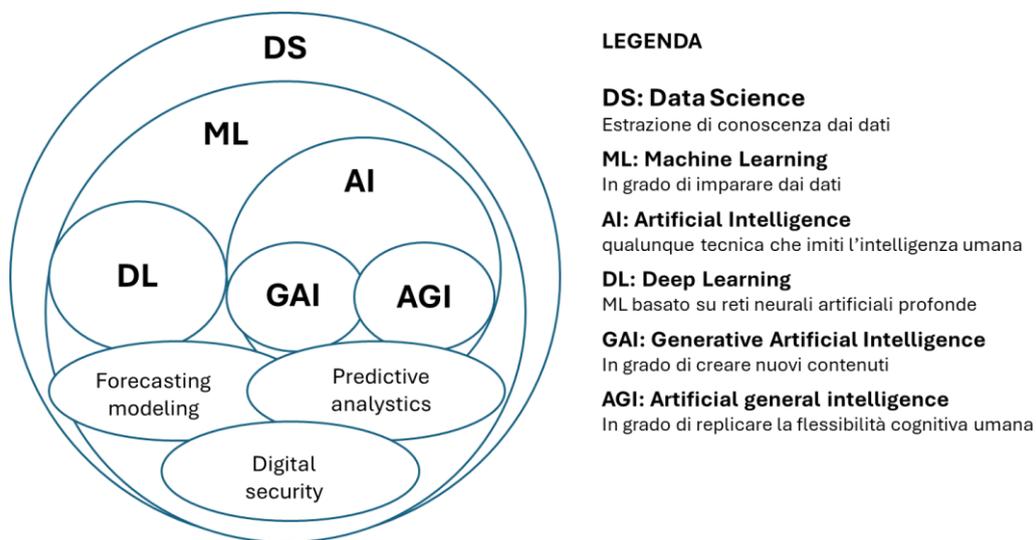


Fig. 1: Data science e principali insiemi di riferimento

Su questi punti si fa riferimento a: F. Capriglione (2023a e 2023b); C. Imbriani and P. Scaramozzino Eds. (2023); P. Savona and R. Masera Eds. (2023); A. Simeone (2023); A. Baglioni (2024), presentato da G. B. Pittaluga (2025).

Il Presidente della Consob P. Savona (2024) in scritti accademici e di policy ha elaborato un contesto di riferimento caratterizzato da grande rigore e precisione. Tra gli insiemi parzialmente sovrapposti viene prescelta la DS, che ricomprende la stessa AI. Colgo l'occasione per ringraziarlo della attenzione e pazienza che mi ha dedicato per convincermi della validità di questo approccio.²

Il nuovo mondo AI-centrico, che si sta rapidamente avvicinando, può essere rappresentato con la Fig. 2.

² Ringrazio anche mio figlio Francesco per il costruttivo confronto su questi aspetti e rimando a Masera F. 2024 per attenta analisi e approfondimenti.

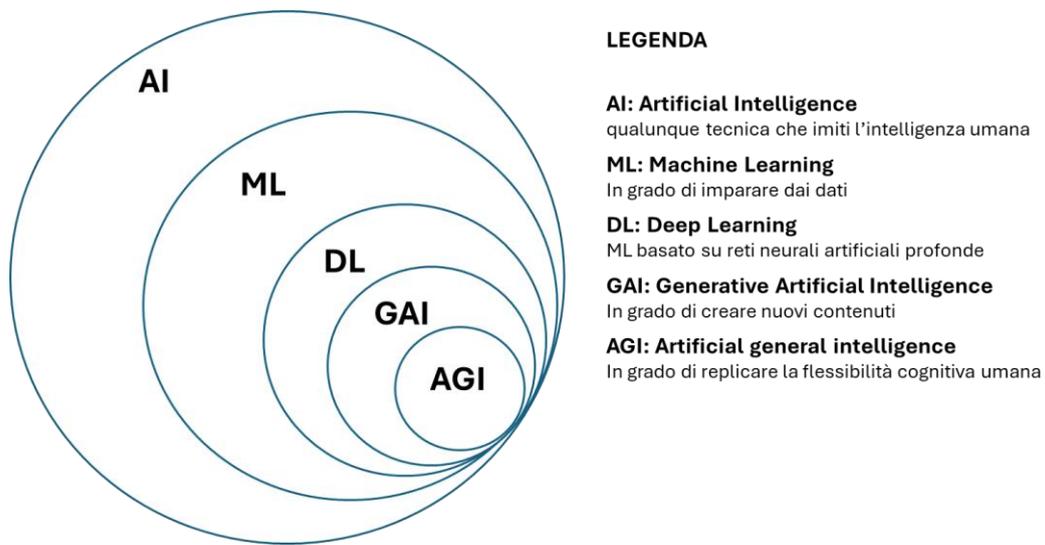


Fig. 2: Il mondo AI centrico che sta arrivando

Si può affermare che la DS è una scienza interdisciplinare che combina metodi, processi, algoritmi e sistemi per analizzare, modellare e interpretare i dati; rappresenta il fondamento su cui si costruisce e si evolve l'AI; trasforma enormi quantità di informazioni grezze in data set utilizzabili, essenziali per l'addestramento di modelli di AI.

In un gioco reciproco di cause e effetti l'AI rende la DS sempre più efficiente ed efficace. Algoritmi avanzati di ML e DL automatizzano i processi analitici. La Generative AI (GAI) arricchisce i data set con la creazione continua di dati sintetici, ampliando la qualità e le analisi out-of-sample dei modelli.

Il rigore e la precisione analitica (P. Savona 2024) possono essere contemperati da schemi opportunamente flessibili ed evolutivi (cfr. ad es. F. Emmert-Streib 2023).

Per una sistemazione analitica, logica ed epistemologica della complessa materia in costante evoluzione si può ricorrere a una quadripartizione di

riferimento, articolata come segue:

- AI percettiva – Sistemi che utilizzano sensori per percepire e interpretare il mondo esterno, come la computer vision, il riconoscimento vocale, l'analisi audio e il deep learning.

- AI generativa – Sistemi capaci di creare contenuti nuovi e originali (testi, immagini, musica, codice) grazie a modelli addestrati su grandi quantità di dati.

- AI autonoma – Modelli progettati per agire in modo indipendente, prendendo decisioni e compiendo azioni per raggiungere obiettivi, senza supervisione continua: l'alba dell'autonomia cognitiva.

- AI fisica – Capacità cognitive incorporate in dispositivi fisici, come robot e robot umanoidi, in grado di interagire attivamente con il mondo reale.

Particolare, crescente rilievo assumono le nuove tecnologie del dominio complesso di ingegneria informatica neuromorfica (R. Caballar and C. Stryker 2024).

4. Nel paragrafo iniziale di questa breve nota si è esordito sottolineando i profondi nessi tra avanzamenti tecnologici, clima e ambiente.

Il tema dei cambiamenti climatici è dominante nell'agenda della ricerca scientifica, delle policies dei governi, degli organismi internazionali e nell'attenzione delle popolazioni in tutto il mondo.

L'ampio apparente consenso su clima, riscaldamento globale e degrado ambientale ha stentato e stenta, tuttavia, a tradursi in azioni cogenti e concrete. L'efficacia delle politiche implementate è bassa, a giudicare dall'incremento delle emissioni clima-alteranti nonostante gli Accordi di Parigi (Paris Agreement 2015), in base ai quali la quasi totalità dei paesi del mondo si era vincolata a contenere l'aumento della temperatura entro 2 gradi centigradi.

Il disconnect fra parole e impegni di Parigi e realtà - 10 anni dopo - è impressionante. Il consumo di carbone a livello mondiale ha raggiunto il record storico, superando gli 8,5 miliardi di tonnellate. I 5 maggiori produttori di petrolio

(Stati Uniti, Arabia Saudita, Russia, Canada e Iraq) hanno continuato ad accrescere la produzione. La nuova Amministrazione americana ha rimesso in discussione gli impegni a suo tempo sottoscritti.³

La cosiddetta Conferenza COP28 delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, chiusa a Dubai il 12 dicembre 2023, ha mostrato l'incapacità dei 198 partecipanti di assumere impegni rigorosi e vincolanti per ridurre l'utilizzo delle energie fossili. L'impegno per la transizione energetica alle rinnovabili a livello mondiale ha avuto effetti di fatto marginali.

Non si tratta necessariamente di double talk e inaffidabilità di governanti e politici. Si può viceversa fondatamente sostenere che è mancato, e continua a mancare, realismo nelle dichiarazioni e nelle scelte, come hanno cercato e cercano di mostrare molti scienziati ed economisti (cfr. ad es. A. Clò e R. Masera 2024, D. Yergin et al 2025).

Occorre dunque procedere alla transizione energetica tracciando e seguendo un sentiero pratico e rigoroso. È inevitabile riconoscere che una transizione lineare non è fattibile. Si devono identificare i trade off, proprio per mantenere la barra dritta su obiettivi e percorsi di medio termine. La controversia Atlantica deve essere superata; bisogna anche riconoscere che gli altri grandi player sono oggi Cina (e Russia), India e i paesi in forte crescita demografica nell'Africa subsahariana.

5. I Premi Nobel dal 1901 sono concessi da una Fondazione svedese a personalità che hanno contribuito al "greatest benefit for human kind".

Si tratta pertanto di riconoscimenti plasmati dall'analisi delle esternalità positive dell'attività dei vincitori nei confronti della intera umanità e dall'apparente paradosso che i beni pubblici globali sono oggi particolarmente a rischio.

Il riferimento molto ampio è appropriato alle considerazioni qui presentate

³ Il 7 marzo 2025 l'Amministrazione Trump ha ufficialmente rigettato gli UN Sustainable Development Goals dell'Agenda 2030, considerati non più realistici.

sugli HR e sull'avanzamento della AI per le attività e l'etica degli esseri umani.

Un primo fondamentale e più noto aspetto è rappresentato dall'impatto per il lavoro dell'uomo: la ricerca dipenderebbe sempre più da scelte e motivazioni collegate a soddisfare le persone. I governi sarebbero chiamati a gestire un nuovo mondo di redditi elevati e garantiti. L'economia – come scienza sociale tradizionale della scarsità – non avrebbe più ragion d'essere. La Terra diventerebbe un giardino dell'Eden, senza frutti proibiti.

Secondo E. Musk, grande operatore e polemico esperto di AI (2024), gli HR forniranno quasi tutti i prodotti e servizi che qualsiasi persona possa desiderare, utilizzando la loro capacità di lavorare in linee di produzioni automatizzate e autogestite. Questi processi sostituiscono e rimpiazzano le tradizionali relazioni (funzioni di produzione) fra le quantità di fattori e l'ammontare di prodotto ottenuto. Si riprendono tematiche di fondamentale rilievo sviluppate da L. Paganetto (2024) su nuove tecnologie e produttività.

Si genera un insieme di nuove tecnologie in grado di modificare l'intero sistema economico a livello nazionale, internazionale e globale (il nuovo principale megatrend). I nessi fra economia e società determinano un impatto rapido e profondo sulle strutture sociali, giuridiche e di governo.

Nello scenario delineato da Musk, confermato da molti studiosi, e ricordando che al 2024 la popolazione si attesta a 8,2 miliardi, per rimanere sostanzialmente invariata nei successivi 15 anni, al 2024 si raggiunge un numero di HR anche pari a 8,2 miliardi. La popolazione mondiale crescerebbe fino a un picco di 10,3 miliardi a metà 2080, per poi gradualmente declinare per il combinato disposto di fenomeni di aging and longevity.

Gli HR crescerebbero viceversa molto rapidamente, superando la popolazione e scardinando i rapporti esistenti di produzione e produttività a livello micro e macroeconomico (M. Ruiz Estrada 2024). In questo contesto, come si è detto, l'umanità (persone, imprese, governi) risulterebbe proiettata in un'era di

“universal high income”. La scarsità e i vincoli intertemporali di bilancio per gli agenti economici sarebbero superati; lo stesso concetto di “lavori umani” trasformato e oltrepassato: un Global Hamilton Moment economico, finanziario, geopolitico (Morgan Stanley 2025).

Occorre tuttavia riconoscere che gli HR sono molto meno efficienti in termini di consumo energetico degli esseri umani. Si deve aggiungere poi il costo del decommissioning connesso alla loro obsolescenza, che l’aging risolve per le persone.

L’orizzonte si amplia ancora: il Premio Nobel del 2024 a John Hopfield e a Geoffrey Hinton (NobelPrize.org, 2024) per i contributi all’analisi del machine learning con reti neurali artificiali è segnato dalla forte presa di posizione di Hinton. Egli ha sottolineato quella che oggi viene comunemente indicata come la “Hinton Fear”: i robots si affiancano e superano le capacità cognitive umane e possono essere indotti ad azioni direttamente o indirettamente pericolose per il genere umano (G. Hinton 2025). Si manifesta inoltre una profonda dimensione sociale ed etica fin qui trascurata (M. M. Zuppi 2023).

Questi temi sono stati ripresi ed elaborati da molti esponenti dell’AI e da molti accademici, da S. Altman di Open AI e da scienziati di intelligenza artificiale di Santa Barbara in California (ad es. il Prof. Yu-Xiang Wang@UCSanDiego). Da ultimo, D. Hassabis, CEO di Google DeepMind, ha sottolineato che l’umanità può non essere pronta al salto epocale di GAI e AGI, in grado di superare l’intelligenza umana in molteplici ambiti cognitivi (D. Hassabis 2025). Si fa anche rinvio a S. Okdem and S. Okdem (2024) sulla problematica di AI e Cybersecurity.

6. Per gli uomini è stabilito che muoiano. Per la società di robot umanoidi, in prospettiva autonomi e senzienti, la storia si sta dipanando. Non v’è certezza, né guardando all’indietro, né sospingendosi in avanti. Analisi e studio attenti e aperti inducono comunque a ritenere che, accanto alle opportunità di superare la società

della scarsità, si manifestano anche rischi gravissimi per il genere umano.

I tratti analitici e accademici e i riferimenti bibliografici esaminati in questo lavoro ne sono testimonianza; i giovani sono chiamati a una sfida epocale senza precedenti; si mescolano e si esaltano le questioni della transizione energetica della “navicella Terra”, quelle della AI autonoma, fisica e generale e dei sistemi d’arma autonomi.

Ignorare, o fingere di non accorgersi, per le difficoltà di analisi e di adattamento, è tratto comune, ma molto pericoloso. La consapevolezza dei limiti attuali di conoscenza è questione epistemologica che ha assunto fondamentale rilievo per il pensiero e per l’azione: richiede un approccio vigile, aperto, multidisciplinare.

La guerra è tornata a essere una tremenda realtà con nuove caratteristiche, Data science, innovazione tecnologica e AI sono utilizzate per il warfare, per conflitti armati.

Si sono stabiliti forti legami operativi tra i Large Language Models (LLMs) e i sistemi d’arma autonomi, che consentono di identificare scenari complessi e densi di rischi.

Lo scontro tra la Russia e l’Ucraina è il principale, non il solo conflitto in atto. La guerra nel Medio Oriente è egualmente preoccupante. Il Sahrawi Wall nel Western Sahara, forse il Wall più vasto del mondo, che contiene oltre 7 milioni di mine, è meno noto ma altrettanto pericoloso.

Le ipotesi positive, formulate da molti osservatori, su una evoluzione tecnologica in cui l’interazione tra esseri umani e AI fosse governabile senza gravi rischi deve essere messa in discussione. Non si tratta “solo” della Hinton Fear alla quale si è fatto riferimento.

Le armi autonome sono la nuova dimensione della guerra, che si affianca agli arsenali nucleari tattici. I robot armati possono operare indipendentemente, utilizzando l’AI. Vanno ben oltre i droni kamikaze ai quali si fa spesso riferimento.

Russia e Ucraina sono un terribile ground test. Le stime sui morti della guerra sono naturalmente molto difficili da verificare, anche perché le perdite coinvolgono soldati e civili: potrebbero superare il milione in entrambi i paesi.

La sovrapposizione fra armi autonome – che, come detto, rappresentano la terza rivoluzione globale del warfare – e gli enormi arsenali in continua crescita, di cui dispongono i paesi belligeranti, rappresentano una terribile minaccia.

La pace è possibile, come indicano molte voci autorevoli, fra tutte Papa Leone XIV (2025) e la Presidente del Parlamento europeo Roberta Metsola (2025a), ma deve essere conquista comune. In questo scenario e con questa prospettiva occorre lavorare: la sfida coinvolge tutti, soprattutto le giovani generazioni.

7. Asimov I. (1942), “The Great Science Fiction Stories”, Daw Books, New York. ID. (1985), “The Four Laws of Robotics. Robots and Empire”, Double day Books, New York. Baglioni A. (2024), “Monetary Policy Implementation”, Palgrave. Boulding K. (1970), “Economics as a Science”, Mc Graw-Hill, New York. Caballar R. and Stryker C. (2024), “Neuromorphic Informatics”, <https://www.ibm.com>). Capriglione F. (2023a), “Clima, energia, finanza. Una difficile convergenza”. Utet, Torino. ID. (2023b), “Introduzione”, Convegno “Regolazione e supervisione finanziaria nell’era digitale”, Unitelma Sapienza, Roma, maggio 2023. Clò A. e Masera R. (2024), “Riflessioni critiche sulle policies climatiche e energetiche con particolare riferimento all’Europa”, in Paganetto L. a cura di “L’Europa a una svolta”, Eurilink University Press, Roma. Emmert-Streib F. (2023), “Engineering Applications of Artificial Intelligence”, Tampere University, Finland. Hassabis D. (2025), “AGI and Innovation”, The New York Times, May 23. Hinton G. (2024), “Noble Prize Lecture”, NobelPrize.org., Stockholm, December 8. ID. (2025), “Interview”, <https://officechai>, Mai 4. Hopfield J. (2024), “Nobel Prize Lecture”, NobelPrice.org., Stockholm, December 8. Imbriani C. and Scaramozzino P. Eds. (2023), “Economic Policy Frameworks Revisited”, Springer Nature. Kay J. and King

M. (2020), "Radical Uncertainty: Decision-making for an Unknowable Future", Bridge Street Press, London. Masera F. (2024), "Intelligenza Artificiale. Una guida completa", Aracne, Roma. Masera R. (2025), "Energia, ambiente e policies di transizione", Rivista Energia, Bologna. Metsola R. (2025a), "La pace è la nostra priorità", Euronews, 9 maggio. ID. (2025b), "Lectio Magistralis", Fondazione Collegio Europeo, Parma, 27 maggio. Moore G. (1965), "Cramming more components onto integrated circuits", Electronics, Vol. 38, April 19. Morgan Stanley (2025), "The Humanoid 100: Mapping the Humanoid Robot Value Chain", morganstanley.com/. Musk E. (2024), "AI will overtake human intelligence next year", Financial Times, April 8. Naisbitt J. (1982), "Megatrends: Ten New Directions Transforming Our Lives", Warner Books, New York. Okdem S. and Okdem S. (2024), "Artificial Intelligence in Cybersecurity", Applied Science, <https://doi.org/10.3390/app142210487>. Paganetto L. (2024), "L'Europa al bivio tra declino e cambiamento", in L. Paganetto a cura di "L'Europa a una svolta", Eurilink University Press, Roma. Panetta F. (2024), "Oltre i confini della moneta: il ruolo strategico dell'euro nell'Europa del futuro", Banca d'Italia, Roma, 26 gennaio. Papa Leone XIV (2025), "No alla guerra e al riarmo", Vatican News, 19 maggio. Paris Climate Agreement (2015), UN Climate Change Conference, Paris, December 12. Pittaluga G. B. (2025), "Presentazione", Istituto di Economia Internazionale, Genova. Ruiz Estrada M. (2024), "The Impact of Humanoid Robots (HR) in the Economy: From Microeconomic and Macroeconomic Perspective", SSRN. Savona P. (2024), "Previsioni economiche, errori e instabilità finanziaria", Trento, 24 maggio. ID. (2025), Founder IIEC, info@iiec.world. Savona P. and Masera R. Eds. (2023), "Monetary Policy Normalization", Springer Nature. Simeone A. (2023), "Predictive Methods in Economics: The Link Between Econophysics and Artificial Intelligence", Springer Nature. United Nations, COP28 (2023), Dubai. UN, Group of Government Experts on LAWS, 2023. UN Sustainable Development Goals, Agenda 2030. Yergin D. et al. (2025), "The troubled energy transition", Foreign Affairs, March-April. Zuppi

Card. M. M. (2023), “Etica per l’intelligenza artificiale”, Conferenza Episcopale Italiana, 4 dicembre.

Rainer Masera

*Straordinario di Politica economica
nell’Università degli Studi G. Marconi di Roma*

RISERVE DI ATTIVITÀ DIGITALI E BENI GIURIDICI PROTETTI *

(Reserved digital activities and legally protected interests)

ABSTRACT: *Il contributo esamina il rapporto tra le nuove riserve di attività e la protezione dei beni giuridici nel contesto della digitalizzazione dei mercati finanziari. Muovendo da una ricognizione delle trasformazioni tecnologiche che hanno investito la finanza, l'autore analizza le modalità attraverso cui il legislatore europeo e nazionale ha risposto introducendo nuove forme di riserva o adattando quelle esistenti. Particolare attenzione è rivolta alla finanza decentralizzata, all'integrazione degli outsourcer nei processi bancari e alla ricentralizzazione funzionale operata dagli enti creditizi. L'analisi si completa con un inquadramento dei beni giuridici tradizionalmente protetti – quali il risparmio, la trasparenza e la coesione sociale – e con una riflessione sull'emergere di nuovi beni, connessi alla sostenibilità, all'integrità dell'informazione e alla affidabilità dei processi algoritmici. Il saggio propone infine una riconsiderazione sistemica della funzione delle riserve, intese come strumenti di selezione e garanzia funzionali al bilanciamento tra innovazione tecnologica e protezione degli interessi collettivi.*

This paper explores the relationship between new activity reservations and the protection of legal interests within the digital transformation of financial markets. Starting from an assessment of the technological changes affecting finance, the author analyses how European and national legislators have introduced or adapted regulatory reservations to address emerging digital practices. Particular focus is placed on decentralized finance, the integration of outsourced providers into banking processes, and the functional re-centralization carried out by credit

* Contributo approvato dai revisori.

institutions. The analysis then turns to the traditional legal goods protected by economic law—such as savings, transparency, and social cohesion—and to the identification of new goods, linked to sustainability, information integrity, and the reliability of algorithmic processes. The paper ultimately calls for a systemic reconsideration of activity reservations as tools for selection and safeguarding, aiming to balance technological innovation with the protection of collective interests.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le nuove attività digitali tra riserva e regolazione, ... 3. (segue): tra nuovi contenuti e outsourcing. - 4. L'evoluzione dei beni giuridici protetti... - 5. (segue): ... in un contesto di mercato. - 6. Dalla decentralizzazione alla ricentralizzazione della finanza. - 7. Quali riserve e quali beni giuridici?

Riserve di attività e beni giuridici protetti possono essere considerati come due elementi coordinati, quasi ad indicare un rapporto di subordinazione delle prime rispetto ai secondi. Sicché, questo accostamento può essere approfondito al fine di premettere che la relazione esistente tra le une (i.e. le riserve) e gli altri (i.e. i beni giuridici) offre spunti variegati per un confronto volto a cogliere l'efficacia dell'intervento pubblico sull'iniziativa economica rispetto alle regole di cui necessita la società contemporanea per conseguire gli obiettivi che la società stessa riconosce come meritevoli di mira.

Va da sé che l'indagine possa seguire percorsi variegati; tuttavia, appare utile considerare una via che dia spazio ad una metodologia interdisciplinare che consideri congiuntamente l'architettura dell'ordinamento giuridico e la modellizzazione economica di riferimento. Infatti, tale metodologia, nel caratterizzare gli studi di diritto dell'economia, proietta la ricerca in materia bancaria e finanziaria verso l'obiettivo di individuare gli ambiti di intervento che la politica regolamentare può intraprendere per assicurare un equilibrato incontro di interessi (riferibili, rispettivamente, alla circolazione della ricchezza, alla

promozione dell'imprenditorialità e alla difesa del risparmio).¹

Consegue una prima vettorialità che, in qualche modo, può indurre a riflettere sui contenuti delle attività digitali e sulle relative formule organizzative, per poi passare all'identificazione dei beni giuridici che, in tale contesto, risultano meritevoli di protezione. Pertanto, il lavoro procederà, nel paragrafo che segue, all'identificazione delle 'nuove riserve' e, nel successivo, alla ricognizione degli obiettivi che l'ordinamento italiano ha inteso perseguire nel corso del tempo.

Tuttavia, va altresì premesso che l'osservazione delle dinamiche di mercato (secondo il percorso testé indicato) ha proiettato da subito l'attenzione verso obiettivi ulteriori, connessi alle problematiche sollevate dalle più recenti innovazioni della finanza decentralizzata. Non a caso, l'analisi approderà - è utile anticiparlo sin d'ora - ad una valutazione che si sofferma sugli ulteriori effetti dell'evoluzione digitale, non sempre colti dalla regolazione più recente.² Ed invero, si assiste ora ad una sorta di *ricentralizzazione della finanza*, in quanto all'*automatizzazione* dei processi e alla *digitalizzazione* di prodotti e servizi fa ora seguito una forma di *personalizzazione* dei rapporti telematici. Tale seguito consente che, da un lato, l'offerta al pubblico venga formulata dagli enti creditizi (in una rinnovata promozione del rapporto banca-cliente)³ e, dall'altro, le operazioni siano svolte da terzi (secondo una formula di integrazione degli outsourcer nel core-business delle

¹ Il presente contributo riproduce la relazione "Le nuove riserve delle attività digitali e i beni giuridici protetti", presentata al X Convegno associativo ADDE, sul tema "Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia", ed è destinato anche alla relativa raccolta di atti.

² Ci si riferisce, in particolare, alle condizioni operative che consentono forme di produzione di prodotti e servizi finanziari disancorati dalla materialità, anche mediante soluzioni digitali che possono ripetersi contemporaneamente e infinitamente.

³ Muovendo da queste considerazioni iniziali, il percorso argomentativo si articola in tre momenti di riflessione. Ed invero, un'individuazione delle attività riconducibili alla finanza digitale appare funzionale ad un loro inquadramento nelle categorie giuridiche tradizionali, laddove ciò sia possibile. Analoga premessa riguarda l'analisi dei beni giuridici che sono stati - e che sono oggi - oggetto di protezione nell'ambito del diritto dell'economia. L'una e l'altra premessa appaiono strumentali ad una sintesi che ponga il regolatore di fronte ai *need of protection* posti dal possibile superamento della dicotomia tra centralizzazione e decentralizzazione della finanza; possibilità intravista dagli operatori del settore alla luce della ricomparsa di una forma operativa basata sull'intervento delle banche quali nuovi centri aggregatori di operatori tecnologici.

banche).⁴

Al presente, dunque, l'itinerario di ricerca fin qui tracciato ha permesso di intercettare anche un orientamento generale degli operatori, che sollecita una vera e propria *call to action* per il regolatore: questi è chiamato a interrogarsi sui contenuti di un intervento pubblico volto a istituire nuove riserve di attività e a tutelare tradizionali beni giuridici, con l'obiettivo di preservare le condizioni complessive di una vita economica sana e sostenibile.⁵

2. È evidente che si versa in presenza di una duplice sollecitazione, in quanto v'è il richiamo ad un tema generale che invita a riflettere sul rapporto tra riserve e

⁴ Sul punto, può richiamarsi l'osservazione di OPPO, secondo cui la realtà economica del mercato, inteso in senso ampio quale centro di produzione e di lavoro, impone la tutela della controparte negoziale, del consumatore e dell'investitore, in una prospettiva che penetra negli istituti privatistici "che sono strumenti di azione del mercato", ove si rende necessario bilanciare autonomia negoziale e interessi pubblici attraverso interventi regolatori; cfr. OPPO, *Principi*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2001, Sez. I, Tomo I, p. 47.

⁵ Si versa, dunque, in presenza di una serie di riflessioni che seguono un più ampio filone di studi volto a valorizzare l'intervento pubblico quale strumento di riequilibrio degli assetti economici e di promozione delle condizioni di una vita collettiva ordinata e sostenibile; in tal senso, già SEN, *Development as Freedom*, Oxford, 1999, p. 14 ss., aveva chiarito che lo sviluppo deve essere inteso come ampliamento delle libertà sostanziali, cui lo Stato è chiamato a concorrere in funzione attiva; cfr. anche ARROW, *The Limits of Organization*, New York, 1974, ove l'autore individua il ruolo integrativo delle istituzioni pubbliche nei confronti delle dinamiche di mercato; più recentemente, TIROLE, *Economics for the Common Good*, Princeton, 2017, p. 85 ss., ha sollecitato un ripensamento della funzione regolatoria in funzione promozionale del bene comune; MAZZUCATO, *The Entrepreneurial State*, London, 2013, p. 95 ss., ha evidenziato la capacità dello Stato di creare mercati e orientare l'innovazione; STIGLITZ, *Markets, Market Failures, and Development*, in *American Economic Review*, 1989, vol. 79, n. 2, p. 197 ss., ha posto le basi teoriche per una regolazione orientata alla correzione degli squilibri strutturali del mercato.

Utile anche far rinvio a Cfr. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024, p. 12 ss., ove si propone una lettura della sostenibilità come criterio guida per affrontare la complessità dei sistemi economico-finanziari, evidenziando la necessità di un approccio valoriale che integri stabilità, equità e coesione sociale nella costruzione delle regole di mercato.

Si vedano, inoltre, i richiami della Corte di Giustizia dell'Unione europea alla funzione sociale della regolazione finanziaria, tra cui CGUE, 8 marzo 2011, causa C-293/09, *Commissione c. Italia*, ove si afferma che la tutela dell'investitore costituisce non solo una garanzia individuale, ma una condizione di fiducia e stabilità dei mercati finanziari; nonché CGUE, 30 aprile 2014, causa C-224/13, *Titltaeinkostnad*, in cui si sottolinea il legame tra trasparenza informativa e benessere economico dei consumatori nel settore creditizio; per la giurisprudenza nazionale, v. Corte cost., 17 dicembre 2003, n. 360, in cui si afferma che la disciplina dell'attività bancaria e finanziaria è funzionale alla tutela del risparmio quale bene costituzionalmente protetto ai sensi dell'art. 47 Cost., e deve ispirarsi a criteri di efficienza, stabilità e utilità sociale.

interesse pubblico, laddove si riscontra un'ipotesi secondo cui il regolatore abbia individuato nuove riserve, riferibili alle attività digitali.⁶

Nel dibattito più recente, il tema delle riserve può esser osservato avendo riguardo alle evoluzioni più recenti della relativa regolazione,⁷ con particolare riferimento alle scelte disciplinari che hanno riguardo alla finanza digitale (intesa quale risultante di soluzioni digitali che hanno profondamente trasformato la fisionomia delle attività finanziarie e delle forme di circolazione della ricchezza).⁸ È utile muovere dall'assunto secondo cui l'avvento delle tecnologie digitali ha dato

⁶ In tale contesto, la metodologia adottata è quella propria del diritto dell'economia, che consente di indagare le forme di intervento pubblico nell'economia attraverso l'analisi delle norme giuridiche, della funzione dei mercati e della tutela dei beni giuridici rilevanti. Per quanto attiene al rapporto tra attività riservate e interesse pubblico, la riflessione è da tempo maturata nella letteratura giuridico-economica e amministrativistica, ove si è osservato che la riserva costituisce uno strumento giuridico attraverso cui il legislatore seleziona gli operatori legittimati a svolgere funzioni di rilievo sistemico, orientando l'esercizio dell'iniziativa economica secondo criteri di utilità sociale; cfr. CAPRIGLIONE, *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024, spec. p. 12 ss.; sul versante dell'evoluzione normativa, le considerazioni dell'A. inducono a muovere dall'assunto secondo cui l'istituto della riserva ha trovato recenti conferme anche nell'ambito della regolazione digitale, ove la tendenza del regolatore europeo è stata quella di estendere i presidi autorizzativi e organizzativi a nuovi soggetti e funzioni, pur in assenza di un'espressa riserva in senso formale; si vedano, al riguardo, il Regolamento (UE) 2022/2554 (DORA), che sottopone a vigilanza i fornitori ICT terzi rilevanti per il sistema finanziario, nonché il Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR), che istituisce un corpus normativo unitario per le crypto-attività, fondato su obblighi autorizzativi e di governance analoghi a quelli vigenti per le attività riservate di matrice bancaria e finanziaria; utile, per altro, segnalare ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, n. 158, dove si offrono le prime coordinate interpretative di quello che si configura come un nuovo pilastro della legislazione finanziaria europea. L'A. sottolinea, infatti, come l'adozione del MiCAR collochi l'Unione in una posizione distintiva anche sul piano geopolitico, rendendola la prima area giuridica a dotarsi di un quadro normativo omogeneo e coerente in materia di mercati dei crypto-asset.

⁷ In tal senso, è stato opportunamente rilevato che l'evoluzione digitale sta determinando un mutamento nella fisionomia complessiva del fenomeno finanziario, al punto da rendere matura una riconsiderazione unitaria del sistema regolatorio, anche alla luce dell'affievolirsi delle distinzioni tra operatori e del progressivo appannamento del sistema tradizionale delle riserve; cfr. SEPE, *Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 100, 2023, p. 78 ss., ove si evidenzia come, già oggi, soggetti disciplinati ex art. 106 TUB possano operare anche come emittenti di moneta elettronica o prestatori di servizi di investimento, così come gli istituti di pagamento possano concedere credito in relazione ai servizi prestati (art. 114-octies TUB).

⁸ È bene precisare che, ai fini della nostra indagine, il passaggio dall'analogico al digitale indica una fase in cui l'opzione per nuove soluzioni di gestione delle informazioni e delle comunicazioni ha determinato l'emersione di nuove categorie di operatori e tipologie di servizi, rispetto ai quali si è posta l'esigenza di valutare se - e in quale misura - debbano essere soggetti ad una riserva di attività, intesa quale forma di protezione dell'interesse pubblico alla buona conduzione dell'attività stessa.

luogo a un insieme eterogeneo di funzioni operative, le quali si prestano a essere considerate come forme innovative di esercizio di attività economiche rilevanti rispetto ad interessi collettivi e diritti individuali presi in considerazione dall'ordinamento bancario e finanziario.⁹ Tuttavia, non appare possibile prescindere da una (sommatoria, ma essenziale) distinzione tra le attività digitali dai contenuti innovativi (e, quindi, da intendersi in un senso ristretto)¹⁰ e quelle che propongono risultati analoghi a quelle di matrice tradizionale (anche se tali risultati rivengono da forme operative esercitate in forma digitale; (o meglio, attraverso un ampio ricorso

⁹ Si osserva ampiamente, nella dottrina specialistica, come l'affermazione delle tecnologie digitali abbia generato un ventaglio eterogeneo di attività che, sotto il profilo giuridico, assumono la forma di nuove prestazioni economiche rilevanti per interessi collettivi e diritti individuali, e che vanno dunque inquadrate nel perimetro dell'ordinamento bancario e finanziario; cfr. ZATTI, *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un "primer"*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 1 s/2024, 3, p. 467 ss.; ANNUNZIATA, *I DLT "financial instruments" tra Legge Fintech, MiFID e T.U.F.: questioni classificatorie dei tokens*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2024, p. 876 ss.; si veda anche CIRAULO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2022, 2, p. 342 ss., dove si analizza il rapporto tra innovazione digitale e regolazione dei mercati finanziari, soffermandosi sulla difficoltà di armonizzare regole verticali e orizzontali, spesso caratterizzate da tensioni o sovrapposizioni normative.

¹⁰ Prodotti, processi e competenze sono stati gli elementi costitutivi di una trasformazione tecnologica che, in modalità variegata, ha sinora promosso forme di operatività finanziaria, alternative all'attività bancaria. Si versa, infatti, in presenza di un dato fattuale (i.e. l'innovazione) che, per un verso, determina un cambiamento della struttura generale del sistema finanziario (o, meglio, delle modalità in cui le parti del sistema interagiscono tra loro) e, per altro, produce la modifica di singoli elementi (i quali, per l'effetto, si sostituiscono a quelli preesistenti e, quindi, sollevano questioni variegata in ordine all'efficacia dell'ordinamento del credito e delle sue istituzioni di riferimento). Ciò, peraltro, era stato notato da tempo, come indicato nel risalente contributo di CAPRIGLIONE, *Innovazione finanziaria e attività di merchant banking*, Temi di discussione del servizio studi, Banca d'Italia, Roma, 1987, con riferimento ad una "tendenza all'ammodernamento delle strutture di mercato e, dunque, ad una diversa caratterizzazione di questo ad opera di una più ricca offerta di strumenti d'investimento del risparmio alternativi al deposito bancario".

Trattasi, peraltro, di contenuti che sollevano questioni variegata, talune già sollevate nel corso del secondo convegno associativo dell'ADDE dal titolo "Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy" e, in particolare, in occasione delle prime riflessioni incentrate sulle reciproche influenze, riscontrabili nell'industria bancaria e finanziaria tra l'affermazione di innovativi modelli di sharing economy e l'attuale consistenza dei presidi di vigilanza; l'una e l'altra sospinte dalle contingenze di un ciclo economico che al tempo non mostrava univoci segnali di crescita; cfr. LEMMA, *Soggettività bancaria e finanziaria nei modelli di sharing economy*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 136 ss.; utile fare rinvio anche all'impostazione proposta in ID., *Fintech platforms: the role of financial regulation*, in *Open review of management, banking and finance*, 2018.

a dati, automatismi e telecomunicazioni).¹¹ Solo le prime, infatti, si propongono di offrire beni e servizi che non trovano un omologo precedente nell'esperienza analogica, come avviene nel caso di data storage o cloud computing; ciò in quanto le seconde, invece, consistono nell'applicazione di interfacce digitali o nell'implementazione di ambienti automatizzati per offrire al pubblico quel che, sinora, si dava contenuto alle attività riservate (tra le quali rilevano, quelle di matrice bancaria, finanziaria, assicurativa e previdenziale).

Nel concentrare l'attenzione sulle pratiche autenticamente digitali, occorre mettere in evidenza che il regolatore non muove dall'introduzione di una definizione comune delle medesime, ma si orienta verso un intervento dedicato alle soluzioni che trovano affermazione nel mercato dei capitali. Pertanto, l'intervento pubblico trova concretezza avendo riguardo alla regolazione delle piattaforme e dei prodotti che fanno ampio ricorso alla tecnologia più avanzata.¹² Tuttavia, nel corso di tale intervento, si coglie un tratto comune: un prioritario interesse per la trasparenza, la stabilità e la fiducia nel mercato; interesse che - per l'appunto - sembra chiamato a giustificare l'introduzione di nuove riserve, o l'adattamento di quelle esistenti.

¹¹ Sia consentito il mero rinvio a LEMMA, *Fintech Firms*, in ID., *FinTech Regulation*, Cham, Palgrave Macmillan, 2020, p. 127 ss., ove si espongono i criteri distintivi per una partizione tra attività digitali innovative in senso proprio – come quelle basate su infrastrutture computazionali autonome (cloud computing, data storage, etc.) – e attività che riproducono schemi economici tradizionali attraverso l'impiego di tecnologie digitali, evidenziando come tale distinzione risulti essenziale per orientare la regolazione tra neutralità tecnologica e presidio degli interessi pubblici. A ben considerare, già al tempo di tali riflessioni si è posto in rilievo l'esigenza secondo cui il regolatore non possa limitarsi a disciplinare le attività finanziarie tradizionalmente riservate, ma è chiamato a contemplare anche l'operatività dei fintechers che offrono servizi analitici e tecnologici ad enti vigilati, nonché di coloro che disintermediano le funzioni bancarie mediante soluzioni alternative per risparmiatori, finanziatori e investitori; si tratta di un contesto nel quale l'estensione degli obblighi autorizzativi ai fornitori di servizi high-tech si pone come esito necessario per garantire un efficace presidio dell'operatività a valle del sistema.

¹² Cfr. RODI-SANTORO, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1/2024, 2, p. 25 ss., ove gli A.A. offrono una prima analisi delle misure introdotte in via d'urgenza per disciplinare l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari digitali, soffermandosi sulle implicazioni sistemiche e sulle criticità interpretative legate all'integrazione di tali strumenti nel quadro normativo vigente.

Particolare rilievo assumono, in questa prospettiva, le piattaforme di crowdfunding, la cui natura digitale ha condotto all'introduzione di normative specifiche per assicurare il funzionamento di tale canale di finanziamento. Ed invero, coloro che accedono alle piattaforme, per quanto possano esser proiettati verso operazioni di *lending* o *equity*, risultano comunque meritevoli di protezione (vuoi per la cronica posizione di debolezza di taluni debitori, vuoi per le asimmetrie informative che qualificano la posizione di taluni investitori).¹³ Non a caso, il Regolamento (UE) 2020/1503 sul crowdfunding riconduce in uno specifico ambito della vigilanza una forma operativa che trovava collocazione ai margini del sistema finanziario. In tale contesto, infatti, l'autorizzazione come fornitore di servizi di crowdfunding tiene conto della natura, della portata e della complessità dei servizi che si intendono fornire, sì come vengono rappresentati nella domanda all'uopo disciplinata dall'art. 12 del citato regolamento europeo.

A ben considerare, assumono analogo rilievo anche le attività riferibili a strumenti finanziari digitali, cripto-asset e crypto-currencies sollevano questioni inedite. Non è questa la sede per soffermarsi sulla classificazione dei predetti beni; tuttavia, occorre considerare che i primi due (i.e. strumenti finanziari digitali e cripto-asset) possono attribuire dei diritti ai relativi portatori, per cui risulta necessario proteggere la fiducia che questi ultimi possono aver riposto nei beni stessi (o meglio, nei soggetti obbligati ad adempiere agli obblighi che corrispondono alla prestazione dedotta nei relativi documenti di emissione). Non a caso il MiCAR e il DLT pilot regime individuano autorizzazioni specifiche per un elenco di servizi dedicati ai crypto-asset, nonché avendo riguardo alla gestione di mercati, sistemi di negoziazione o di regolamento.¹⁴ Da qui, l'individuazione analitica di attività che,

¹³ Cfr. DELL'ATTI, *Asimmetria informativa nel mercato dell'intermediazione mobiliare e big data: quale contributo per la nudge regulation* in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 71 ss.

¹⁴ Cfr. ANNUNZIATA-CHISARI-AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, *Bocconi Legal Studies Research Paper* No. 4344803, 2023, in cui gli Autori esaminano il rapporto tra il

per quanto assimilabili a quelle ordinariamente riferibili agli strumenti tradizionali, sono destinatarie di nuove riserve (e non vengono ricondotte *tout court* nell'ambito di applicazione della riserva prevista dalla normativa generale, come sarebbe potuto avvenire attraverso una revisione della MiFID).

3. Approfondendo ancora la realtà operativa, vanno prese in considerazione le operazioni di archiviazione e gestione dati (*data storage* e *warehousing*), la fornitura di ambienti operativi virtuali (*software as a service*), la gestione decentralizzata delle informazioni (e le variegate tecnologie a registro distribuito o centralizzato), l'operatività su base algoritmica o le multiformi soluzioni di *advisoring* basate sul *cloud computing*.¹⁵ Queste operazioni, per quanto nuove, sono oggetto di un intervento che non è arrivato a riservarne l'esercizio a soggetti autorizzati. Tuttavia, ciò non esclude che le medesime siano state sottoposte a specifiche regole che ne influenzano l'esercizio nell'ambito del mercato dei capitali, in quanto - da ultimo - il regolamento DORA impone requisiti di resilienza operativa a fornitori di servizi ICT critici anche quando questi ultimi non svolgono un'attività oggetto di specifica riserva.

Alle considerazioni che precedono si ricollega l'opzione per la proiezione dell'Euro in una dimensione digitale, in quanto la relativa fase di progettazione -

regolamento sul regime pilota DLT e la normativa finanziaria europea vigente, con particolare attenzione alle interazioni e alle possibili frizioni con la MiFID II.

¹⁵ È interessante rilevare come LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021s., p. 102, metta in discussione l'atteggiamento di certa dottrina che attribuisce agli algoritmi un valore intrinsecamente "democratico", prospettando una narrazione evolutiva della tecnologia finanziaria come naturale e positiva. A tal fine, l'A. richiama criticamente ARNER-BARBERIS-BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, University of Hong Kong, Faculty of Law, Research Paper no. 2015/047, che interpreta lo sviluppo del settore *fintech* come risposta sistemica e progressiva alle inefficienze del sistema finanziario tradizionale emerse dopo la crisi del 2008.

Analogamente a dirsi per SCIARRONE ALIBRANDI, *"AI ACT" e Giustizia Digitale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1s/2024, 2, p. 140 ss., ove si analizzano le opportunità e i rischi connessi all'impiego di strumenti tecnologici, con particolare attenzione all'utilizzo di sistemi algoritmici e di intelligenza artificiale nei contesti giuridici ed economici, mettendo in luce le implicazioni per la tutela dei diritti fondamentali e per l'equilibrio tra efficienza e garanzie nel processo decisionale automatizzato.

ancora in corso - solleva interrogativi specifici tanto sul piano della convenienza economica, quanto su quello dell'equilibrio del sistema bancario.¹⁶ Non v'è dubbio che, a fronte della tradizionale riserva apposta alla raccolta del risparmio tra il pubblico, vi sia il timore che uno strumento siffatto valorizzi il ruolo della banca centrale, con ovvi effetti sulla scelta della controparte cui affidare le risorse destinate ad esser conservate per il futuro.¹⁷ Non v'è dubbio che l'introduzione dell'Euro digitale, nel coniugare le caratteristiche del contante alle qualità dell'informatizzazione, sollevi il timore che possa aver corso un'ondata di disintermediazione generalizzata; non a caso i policy maker hanno ipotizzato limiti quantitativi e temporali al possesso dell'euro digitale da parte degli individui.¹⁸ Tuttavia, anche in presenza di tali limiti, appare possibile ipotizzare che nuove attività possano assistere la circolazione dell'Euro digitale e, per l'effetto, nuovi bisogni di protezione possano emergere nel relativo mercato (in quanto l'affidabilità dei servizi ad esso relativi è strumentale alla sicurezza dei depositi monetari di riferimento).

Orbene, sotto altro profilo, avendo specifico riguardo alla digitalizzazione

¹⁶ Sia consentito far rinvio diretto a LEMMA, *Digital Euro: Is It a Further Way to Financial Disintermediation?*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 11, part 2, 2022, p. 275 ss., ove si evidenzia che l'introduzione dell'euro digitale potrebbe generare effetti di disintermediazione nel settore bancario, con implicazioni sia sul piano concorrenziale tra BCE e banche commerciali, sia sul piano della compatibilità con il sistema dei Trattati, richiedendo una riflessione interdisciplinare sul bilanciamento tra innovazione monetaria e stabilità dei mercati finanziari.

Si veda anche MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle cryptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss., e CAPRIGLIONE, *Le crypto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, I, p. 225 ss., dove si approfondiscono le sfide regolatorie poste dalle crypto-attività in relazione ai nuovi rischi sistemici e all'innovazione finanziaria; si veda anche ECB, *Report on a digital Euro*, ottobre 2020, per un primo inquadramento istituzionale sul progetto di moneta digitale europea.

¹⁷ Sia consentito evidenziare che nel lavoro dianzi citato si riportano le riflessioni di PANETTA, al tempo membro del Comitato esecutivo della BCE, secondo cui l'euro digitale deve garantire coesistenza, convertibilità e complementarità tra moneta pubblica e privata, preservando la stabilità finanziaria. A tal fine, è stata prospettata l'adozione di misure di contenimento della disintermediazione bancaria, quali limiti quantitativi e meccanismi di remunerazione disincentivanti per l'accumulo di euro digitali in funzione sostitutiva dei depositi bancari; cfr. ECB, *The Digital Euro and the Evolution of the Financial System*, Introductory Remarks by Fabio Panetta, Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, 15 Giugno 2022.

¹⁸ Qui si manifesta un nuovo paradigma: la riserva non è solo strumento di esclusione, ma anche di dosaggio e bilanciamento tra interessi pubblici concorrenti.

dell'attività bancaria, è necessario osservare che, al fine di indicare con maggior precisione le iniziative economiche che si riscontrano a valle dell'intercorsa fase di innovazione, non è possibile riscontrare un intervento del regolatore atto ad istituire una riserva dedicata all'operatività ICT paragonabile a quella riferibile all'attività bancaria. Si versa, piuttosto, in presenza di regole che, in primo luogo, ne disciplinano l'esercizio quando la digitalizzazione interessa un cliente che si qualifica come ente creditizio (o altro soggetto vigilato), per effetto delle regole che gravano su quest'ultimo in materia di resilienza digitale.¹⁹ Tale opzione operativa può essere considerata dalle regole poste per l'ottenimento delle autorizzazioni all'esercizio delle attività riservate di matrice tradizionale, laddove è richiesto agli istanti di rappresentare compiutamente la loro struttura organizzativa (e, quindi, i relativi assetti informatici), nonché il programma di attività (nel quale risulta essenziale l'eventuale scelta di avvalersi di sistemi computazionali di nuovo tipo per la gestione dei rapporti con la clientela, nonché per lo svolgimento dei relativi processi aziendali).²⁰

In definitiva, le regole sull'outsourcing si rivelano centrali nel delineare l'effettiva titolarità e l'allocatione delle responsabilità nei business esercitati in forma digitale.²¹ La crescente integrazione degli outsourcer nei processi core delle

¹⁹ Cfr. BONCINELLI, *Modelli tecnici e disciplina giuridica del c.d. "cloud computing"*, in *Riv. ital. inform. dir.*, 2021, n. 1, p. 27 ss.; nonché GOLIA, *La sovranità europea alla prova del digitale. I nodi della "data retention" alla luce di una decisione del Consiglio di Stato francese*, in *Rass. dir. pubbl. eur.*, 2021, n. 2, p. 439 ss., che esamina la complessità delle interazioni tra regolazione europea e infrastrutture digitali, con particolare attenzione alla distribuzione delle responsabilità nella gestione dei dati nei sistemi decentrati.

²⁰ Cfr. ANTONIAZZI, *Autorizzazione bancaria, procedimento composto e controllo giurisdizionale*, in *Banca impresa società*, 2024, n. 1, p. 81 ss., ove si ricostruisce il contenuto del procedimento autorizzativo, evidenziando come, sin dalla fase istruttoria, l'istanza debba essere corredata da una rappresentazione completa dell'assetto organizzativo dell'ente e del programma di attività, considerando quindi gli strumenti tecnologici impiegati nella gestione operativa e nei rapporti con la clientela.

²¹ Cfr. LEMMA, *Sharing Corporate Governance: The Role of Outsourcing Contracts in Banking*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 3, part 2, 2014, p. 357 ss., ove si evidenzia come l'esternalizzazione di funzioni bancarie rilevanti richieda non soltanto contratti formalmente adeguati, ma coerenti con le autorizzazioni rilasciate dalle autorità competenti; sul punto, particolare rilievo assumevano – al tempo dello studio testè indicato – le disposizioni dell'art. 8, Dir.

banche - dalla gestione informativa alla valutazione del merito creditizio²² - sollecita l'adozione di contratti che non solo definiscono il contenuto del servizio esternalizzato, ma che risultano coerenti con le autorizzazioni rilasciate dalle autorità di vigilanza.²³ Si versa, dunque, in presenza di un obbligo di nuovo tipo, il quale potrebbe esser interpretato alla stregua di una limitazione all'autonomia negoziale degli enti vigilati, apposta in funzione all'esigenza di prevenire che l'esternalizzazione si traduca in una deresponsabilizzazione dell'intermediario, garantendo invece l'integrità strutturale delle capacità poste a fondamento dell'attività riservata.²⁴

4. Significativo rilievo va ascritto all'identificazione del rapporto che può intercorrere tra le nuove riserve di attività e gli interessi che il diritto dell'economia è chiamato a tutelare. Trattasi, a ben considerare, di un rapporto che solleva una serie di interrogativi di ordine generale, riferibili - tra l'altro - alla neutralità della

2013/36/UE e degli artt. 13 e 74 della medesima direttiva, che imponevano ai soggetti istanti di indicare, nel programma di attività, le funzioni oggetto di outsourcing e i criteri di vigilanza applicabili.

²² Cfr. SPITALERI, *L'“outsourcing” nei servizi bancari e finanziari, profili di “governance” e prospettive di vigilanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2s/2023, p. 111 ss., ove si evidenzia che la crescente rilevanza delle esternalizzazioni nei comparti bancario e finanziario impone l'adozione di contratti coerenti con gli assetti autorizzativi e con gli obblighi di governance, in particolare per quanto attiene alla definizione delle funzioni essenziali o importanti e alla continuità operativa dell'intermediario.

²³ Utile far riferimento anche a RI, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e “integrità” organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2010, p. 439 ss. ove si approfondisce il tema dell'outsourcing nelle imprese di investimento, con particolare riferimento alla necessità di preservare l'integrità dell'assetto organizzativo e il rispetto degli obblighi normativi, anche in presenza di deleghe operative a soggetti esterni.

²⁴ Cfr. AMMANNATI-GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e “big data”: il caso del “credit scoring”*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, n. 2, p. 290 ss., ove si esamina l'esternalizzazione dei sistemi di valutazione del merito creditizio e si sottolinea la necessità di un inquadramento normativo in grado di garantire accountability ed efficienza; GUARRACINO, *Brevi note in materia di accordi di esternalizzazione della funzione di controllo della conformità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, n. 4, p. 145 ss., che pone l'accento sulla necessità di definizioni contrattuali coerenti con gli obblighi di vigilanza; MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, n. 6, p. 707 ss., il quale ricostruisce il sistema dei controlli interni nel settore bancario, con specifico riferimento alla compatibilità tra esternalizzazione e tenuta degli assetti organizzativi adeguati, anche alla luce delle Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia del 2013.

regolazione rispetto alle opzioni tecnologiche, alla promozione della concorrenza e alla tutela del contraente debole. A tali interrogativi, infatti, corrisponde la scelta delle modalità in cui intervenire sull'attività bancaria che si realizza per mezzo di operazioni informatiche e canali telematici, con l'effetto che - a valle di tale scelta - andrà verificato se la dimensione digitale modifichi le condizioni di esercizio del controllo pubblico. Ne è un esempio l'opzione disciplinare che ha investito il fenomeno delle fintech banks, le quali, pur operando sulla base di infrastrutture digitali, sono soggette alla medesima regolazione prudenziale delle banche tradizionali, ancorché vengano all'uopo previsti taluni accorgimenti procedurali e patrimoniali adeguati al diverso profilo di rischio.²⁵

È alla luce di quanto precede che si riesce ad intuire la ragione per cui il percorso indicato in premessa debba ora soffermarsi a ricordare talune opzioni disciplinari poste a fondamento dell'individuazione dei tradizionali beni giuridici, protetti dall'ordinamento finanziario per corrispondere alle esigenze che i policy maker hanno individuato nel corso del tempo. Ciò, infatti, è utile a comprendere le finalità cui si ispira l'intervento pubblico e, conseguentemente, a valutare l'opportunità di modificare il regime delle riserve utilizzato sinora. Non v'è dubbio, tuttavia, che un'impostazione siffatta presupponga il riconoscimento - nel bene giuridico protetto - di un interesse sostanziale che l'ordinamento intende tutelare mediante la previsione di una riserva. Ed invero, è questo profilo di interesse che risulta destinatario di maggior riguardo ai fini della nostra indagine, in quanto occorre considerare che, già nel XIX secolo, si evidenziava che il bene giuridico è ciò che, pur non essendo un diritto soggettivo, ha valore per il legislatore in quanto

²⁵ Cfr. *European Central Bank, Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, 2018, in cui si sottolinea come la crescente diffusione delle fintech bank - che impiegano soluzioni tecnologiche per offrire servizi bancari - abbia determinato un aumento delle domande di autorizzazione presso la BCE. In tale contesto, l'Istituto evidenzia la necessità di garantire che tali soggetti siano adeguatamente autorizzati e dotati di solidi sistemi di gestione dei rischi, applicando loro requisiti prudenziali e di vigilanza in modalità analoghe a quelle previste per le banche tradizionali.

condizione di una vita sociale ordinata.²⁶

Considerando che si osserva un dinamismo dei beni giuridici protetti dal diritto dell'economia, le predette considerazioni conservano, ancora oggi, una certa attualità, soprattutto se richiamate avendo riguardo ad un ambito dinamico come quello della digitalizzazione.

Utile, quindi, muovere dalle scelte operate nel corso dei primi anni del Novecento, allorché il bene giuridico protetto in materia bancaria è stato identificato con la 'fede pubblica'. Al tempo della legge bancaria del 1926, infatti, si poneva la vigilanza sull'attività bancaria come presidio della fiducia collettiva nel sistema finanziario, con un'evidente correlazione tra stabilità monetaria e controllo dell'intermediazione creditizia (alla quale fa riscontro l'autorizzazione contemplata dall'art. 2 del r.d.l. 7 settembre 1926, n. 1511). Questa impostazione è stata mantenuta anche con la riforma del 1936, sebbene la necessità dell'azione dello Stato nel campo del credito e del risparmio potesse apparire diretto a salvaguardare l'interesse del pubblico.²⁷ Per vero, gli impianti ordinamentali delle

²⁶ Sia consentito di rappresentare anche che, talora, il concetto di *bene* potrebbe precedere quello di *giuridico*, in quanto taluni interpreti potrebbero ritenere che il *bene umano* entra nell'orizzonte del diritto solo in un secondo momento, venendo riconosciuto come meritevole di tutela giuridica e assumendo così la qualifica di *bene giuridico*. Utile un rinvio al risalente scritto *Ueber das Erforderniß einer Rechtsverletzung zum Begriffe des Verbrechens*, pubblicato nel 1834 sulla rivista *Archiv des Criminalrechts* (nuova serie), nel quale Birnbaum riflette sul fondamento del concetto di reato (anche se, in quel testo, non compare il concetto non compare ancora nella sua forma compiuta).

In ogni caso, appare preferibile ancorare il nostro ragionamento alla considerazione di Binding secondo cui il bene giuridico non è preesistente alla norma, ma viene creato dal legislatore, il cui scopo è quello di mantenere una buona condizione sociale; cfr. BINDING, *Die Normen mid ihre Ubertretung*, I, Leipzig, 1872. Da qui, l'interesse per l'ulteriore considerazione secondo cui il regolatore conserva un ampio margine di discrezionalità nelle scelte disciplinari; cfr. PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo tra dogmatica e politica criminale*, Milano, Giuffrè, 1990.

Sicché, seguiremo il solco segnato dall'analisi della funzione critica del concetto di bene giuridico, ipotizzando quindi che i beni preesistono alla normazione, ma vengono tutelati dal legislatore in quanto corrispondono ad esigenze sociali che i policy makers ritengono inderogabili al tempo della regolazione, nell'ambito di un ordinamento che trova il suo fondamento nello scopo di perseguire l'utilità sociale; cfr. VON LISZT, *Der Begriff des Rechtsgutes im Strafrecht*, in «Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft» (ZStW), 1888.

²⁷ Utile segnalare una consolidata posizione della Banca d'Italia, secondo cui "Il fenomeno dell'innovazione finanziaria sotto il duplice e spesso intersecantesi profilo della raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito è ancora lontano dall'aver trovato una completa disciplina.

prime leggi bancarie ammettevano forme di dirigismo pubblico che - a tempi dell'industrializzazione Novecentesca - corrispondevano anche ad una generale agitazione politica, riveniente da una povertà materiale fin troppo diffusa tra le due guerre. Pertanto, se agli inizi del Novecento era chiaro che il contratto presupponeva diritti nell'individuo,²⁸ sempre all'inizio del Novecento, appariva condivisibile l'idea secondo cui gli interventi pubblici in economia "offrivano un fondamento intellettuale soddisfacente ai diritti di proprietà ed alla libertà dell'individuo abiente di fare ciò che gli piacesse di sé e dei suoi beni".²⁹

Con l'avvento della Costituzione repubblicana, l'attenzione della politica si è progressivamente orientata verso la tutela del risparmio, riconoscendone il nesso strutturale con il lavoro. Tale orientamento emerge chiaramente dai lavori dell'Assemblea Costituente, nei quali si afferma che "il risparmio è la genesi della proprietà", essendo una "filiazione del lavoro" che, per la sua condizione fluida e delicata, necessita di una "particolare protezione".³⁰

E la Consulenza Legale della Banca d'Italia si dichiara fin d'ora pronta ad operare ulteriori integrazioni e coordinamenti man mano che saranno varati i necessari interventi normativi in materia"; cfr. SANGIORGIO, *Presentazione*, in *Legge Bancaria. Quaderno della Consulenza Legale*, n. 11, 1986.

Sia consentito limitare i riferimenti al classico volume CAPRIGLIONE, *Intervento pubblico e ordinamento del credito*, Milano, Giuffrè, 1978, ove si ricostruisce l'evoluzione del rapporto tra autorità pubblica e sistema bancario alla luce della funzione ordinatrice esercitata dallo Stato sin dalle origini del diritto bancario moderno. Ed invero, una lettura dello stesso che tenga in mente gli scopi della presente indagine potrebbe cogliere una conferma del fatto che la fede pubblica – intesa quale fiducia collettiva nell'affidabilità degli intermediari – abbia costituito il bene giuridico sotteso all'intervento normativo sin dalla legge bancaria del 1926, proiettandosi poi nella riforma del 1936, in un assetto che subordinava l'autonomia degli operatori all'interesse generale di stabilità e ordine del sistema creditizio.

²⁸ Ciò, per vero, era evidente sin dagli inizi del 1700, quando Daniel Defoe pubblicò un pamphlet, nel quale - ci ricorda oggi un attento studioso; cfr. ANNUNZIATA, *Un Robinson Crusoe alla borsa di Londra*, Milano, 2019 - mise impietosamente a nudo le gravi malversazioni che vide verificarsi sulla borsa londinese, scagliandosi, con toni a tratti sarcastici, a tratti veementi, contro le pratiche speculative del tempo.

²⁹ E questo fondamento fu uno dei contributi di Keynes a quell'ordine di idee nel quale ancora viviamo; cfr. KEYNES, *La fine del Laissez-faire*, pubblicato dalla Hogarth Press nel 1926.

³⁰ È in questa prospettiva che l'onorevole Lucifero sostenne la necessità di includere espressamente la tutela del risparmio tra i diritti del lavoro, proposta che non incontrò opposizione di principio da parte di La Pira e Togliatti, i quali condivisero l'idea del risparmio come frutto del lavoro e ne riconobbero la meritevolezza di protezione in sede costituzionale; cfr. Resoconto sommario della seduta di giovedì 10 ottobre 1946.

Ed invero, l'articolo 47 Cost., non solo attribuisce alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme, ma conferisce concretezza all'idea che il risparmio rappresentasse, al contempo, una proiezione del lavoro e la giusta premessa della proprietà privata, in quanto frutto dello sforzo individuale e nutrimento delle ambizioni personali.³¹ Sicché, appare possibile concludere che, nell'Italia repubblicana, il risparmio assurge a bene giuridico primario, connesso alla dignità della persona.

Nel secondo dopoguerra, poi, l'europeizzazione del diritto dell'economia ha introdotto nuovi paradigmi disciplinari. In particolare, la costruzione del mercato unico è stata animata dall'obiettivo della pace tra i popoli, da realizzarsi attraverso la creazione di un contesto di libera concorrenza.³² In questa prospettiva, tuttavia, non risulta possibile considerare *tout court* la concorrenza stessa alla stregua di un bene giuridico, ma di uno strumento per raggiungere obiettivi superiori, quali la coesione sociale e la dignità umana.

Vengono, dunque, in considerazione concetti multidimensionali che esprimono il grado di solidarietà, integrazione e senso di appartenenza all'interno di una comunità o di un popolo. Si tratta, in sostanza, della volontà di far progredire una costruzione comune agli stati europei che conferisca loro la capacità di promuovere e mantenere un insieme condiviso di valori, norme, istituzioni e relazioni; elementi che - in questa prospettiva - possono rendere possibile una convivenza che, in primo luogo, allontani i rischi di una nuova guerra e, al

³¹ Resta, tuttavia, sullo sfondo della normazione costituzionale la considerazione del risparmio ai fini della stabilità del sistema economico, anche se in tal senso potrebbe orientare una lettura estensiva delle riflessioni dell'onorevole Merlin, per il quale la difesa del lavoro non può prescindere dalla tutela del risparmio, essendo i due concetti strettamente collegati nell'architettura sociale ed economica dello Stato; cfr. Resoconto sommario della seduta di giovedì 10 ottobre 1946

³² Cfr. TESAURO, *Riforma della regolazione e concorrenza: esiste un consenso politico?*, in *Rassegna Forense*, 1/2004, 1, pp. 39-48, relazione tenuta in occasione della Giornata italiana della concorrenza (Roma, 9 dicembre 2003), nella quale l'A. - allora Presidente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato - evidenziava la necessità di un intervento regolatorio mirato alla rimozione di vincoli non necessari alla concorrenza, proponendo un coordinamento tra regolazione e concorrenza fondato su principi essenziali condivisi con il decisore politico.

contempo, migliori il benessere collettivo.³³

Non v'è dubbio, in proposito, che l'ordinamento bancario e finanziario europeo sia volto a proteggere i beni giuridici testé indicati (pace, coesione e dignità). A questi ultimi, peraltro, risponde il processo di armonizzazione e di organizzazione della supervisione e, in particolare, l'insieme delle fonti europee, il sistema europeo di supervisione finanziaria, l'unione bancaria o - in prospettiva - la capital markets union.³⁴ Si versa in presenza di un'articolazione giuridico-istituzionale di un progetto ordinamentale che, pur muovendo dalla razionalità economica del mercato unico, si orienta verso la protezione di valori fondamentali, quali la pace, la coesione sociale e la dignità umana. Tali beni costituiscono l'orizzonte dell'azione pubblica europea nel mercato dei capitali, segnando il passaggio da una mera logica funzionale di efficienza e stabilità a una più ampia visione della finanza come strumento di integrazione, inclusione e promozione dei diritti fondamentali. In questa prospettiva, la regolazione dell'attività bancaria e finanziaria non si limita a garantire l'ordinato funzionamento dei mercati, ma contribuisce a consolidare il tessuto democratico dell'Unione, proteggendo quel che

³³ In tal senso orientano, chiaramente, le conclusioni presentate il 18 marzo 2004 alla CGCE, dall'Avvocato Generale Christine Stix-Hackl, relativamente alla causa C-36/02, OMEGA Spielhallen- und Automatenaufstellungs-GmbH contro Oberbürgermeisterin der Bundesstadt Bonn, secondo cui un provvedimento in materia di ordine pubblico emanato da un'autorità di uno Stato membro avverso un'attività commerciale dichiarata dal giudice nazionale incompatibile con determinati valori costituzionali costituzionalmente garantiti è compatibile con le disposizioni del Trattato che istituisce la Comunità economica europea relative alla libera circolazione dei servizi, qualora esso sia effettivamente giustificato in virtù dell'obiettivo della tutela dell'ordine pubblico, come definito in base all'interesse generale, e sia accertato che tale obiettivo non può essere conseguito con misure comportanti una minore restrizione della libertà di prestazione dei servizi.

³⁴ Cfr. *ESCB/European banking supervision, Response to the European Commission's public consultation on a new digital finance strategy for Europe / FinTech action plan*, agosto 2020, p. 3, ove si evidenzia che l'approccio del settore bancario europeo si basa sul principio secondo cui attività simili, generatrici di rischi analoghi, devono essere soggette a un trattamento normativo e a un approccio di vigilanza omogenei, così da assicurare coerenza e parità di condizioni nel sistema finanziario. Tale impostazione è riflessa anche nel *Manuale di vigilanza dell'SSM*, che specifica i criteri applicativi di tale principio. In ogni caso, la BCE non impone modelli operativi alle banche, ma ne valuta i profili di rischio e le modalità di gestione. In linea con ciò, si veda anche ENRIA, *A binary future? How digitalisation might change banking*, Amsterdam, 11 marzo 2019, che richiama l'attenzione sugli impatti strutturali della digitalizzazione sull'attività bancaria e sulla necessità di una vigilanza tecnologicamente consapevole.

è riconosciuto come il fondamento della capacità di realizzare uno sviluppo sostenibile, equo e duraturo.

5. Ai fini della presente indagine, occorre anche considerare che, sul finire del Novecento, nei Paesi ad economia avanzata, un diffuso livello di benessere ha determinato una sorta di intensificazione (in termini di volumi e frequenza) dei rapporti tra cittadini e operatori del mercato dei capitali (quali banche, emittenti e imprese di assicurazione).³⁵ Tale intensificazione ha comportato una moltiplicazione delle operazioni di scambio, sovente fondate su regole formalmente ispirate alla parità negoziale, ma concretamente influenzate da marcate asimmetrie informative e organizzative. In questo contesto, il regolatore ha ascrivito un rilievo crescente alla trasparenza, venendo progressivamente qualificata come un insieme di strumenti atti a promuovere il riequilibrio del potere contrattuale e il contenimento degli effetti distorsivi derivanti da pratiche speculative. Si è trattato, in particolare, di una disciplina della trasparenza che - talora - ha oltrepassato i confini dell'informazione precontrattuale, per estendersi alla struttura stessa degli accordi, fino a incidere - in taluni casi - sulla libertà di determinazione dei contenuti contrattuali.³⁶ Emblematica, in tal senso, è la disciplina della commissione di massimo scoperto, la cui regolazione ha riflesso un'esigenza di protezione sostanziale del contraente

³⁵ Cfr. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in ID., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2024, Capitolo II, Sezione I *Un secolo di regolazione*, in particolare il paragrafo "La legislazione economica del dopoguerra e l'evoluzione normativa successiva: principi della disciplina di settore" (p. 47 ss.), ove l'Autore ricostruisce l'evoluzione della regolazione italiana nel secondo dopoguerra, evidenziando il passaggio da un modello di intervento pubblico diretto a una disciplina settoriale basata su principi normativi generali. In tale prospettiva, vengono chiariti i cardini della disciplina: la tutela del risparmio, la funzione allocativa della vigilanza, il bilanciamento tra efficienza di mercato e interesse generale, oltre all'introduzione di strumenti come deregolamentazione, autoregolazione, consultazione preventiva, soft law e moral suasion, atti a conferire flessibilità al framework regolatorio in un contesto in rapido cambiamento.

³⁶ Cfr. MARSICO, *Trasparenza bancaria e nullità con funzione di protezione: tra clausole dogmatiche, asimmetria informativa e meritevolezza*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 3/2024, pp. 413-454, ove l'A. analizza l'evoluzione delle nullità "di protezione" nell'ambito del diritto dei contratti bancari, con particolare riferimento al superamento della tutela meramente formale del codice civile a favore di un approccio sostanziale-funzionale.

debole, in una logica di riequilibrio dei rapporti giuridici di derivazione creditizia.³⁷

Va da sé che tale incrollabile fiducia nel progresso abbia segnato una battuta di arresto all'indomani dell'inesco delle turbolenze che, in via di prima approssimazione, possiamo identificare nella crisi finanziaria di questo terzo millennio. Ed invero, dopo tale crisi, il regolatore si è interrogato sulla composizione dell'insieme dei beni giuridici meritevoli di protezione, ponendo interrogativi volti a valutare se, oltre alle forme di regolazione che, da tempo, perseguivano tradizionali obiettivi di stabilità e fiducia, fosse necessario considerare nuovi ambiti di intervento, al fine di prevenire gli effetti socialmente regressivi derivanti dalle dinamiche speculative. Questi ultimi, infatti, sono apparsi lesivi di quanto protetto nel corso del Novecento e, quindi, hanno indotto a valutare una nuova proiezione della regolazione finanziaria, che travalichi la mera promozione dell'efficienza allocativa dei mercati, per promuovere un modello di funzionamento degli scambi che possa garantire la protezione degli interessi collettivi, anche in chiave intergenerazionale.

In tale contesto, si sono affermate con forza le nozioni di resilienza e sostenibilità: la prima intesa come capacità dei sistemi economico-finanziari di assorbire shock senza comprometterne la funzionalità complessiva; la seconda quale principio regolativo volto ad assicurare un bilanciamento durevole tra crescita economica, coesione sociale e integrità ecologica.³⁸ Quest'ultima, in particolare,

³⁷ Cfr. FERRO-LUZZI, *Ci risiamo. (A proposito dell'usura e della commissione di massimo scoperto)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 5/2006, 1, pp. 671-690, dove l'A. analizza criticamente la natura e le implicazioni giuridiche della commissione di massimo scoperto (CMS), ricollegandola alla più ampia problematica della disciplina dell'usura. Dopo aver distinto due modelli principali di CMS – uno basato sull'accordato e l'altro sull'utilizzato – l'A. evidenzia la prevalenza nella prassi del secondo modello e denuncia la scarsa attenzione prestata dalla dottrina e dal legislatore a tale fenomeno, sottolineando la confusione normativa e interpretativa che ne deriva, con effetti negativi tanto per i clienti quanto per le banche e il sistema nel suo complesso.

³⁸ Cfr. TROIANO, *Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4/2023, 1, pp. 587-600, ove l'A. esamina il rapporto tra regolazione finanziaria e obiettivi ESG, soffermandosi sia sulle misure di trasparenza e comportamento, sia sulle spinte prudenziali collegate al cosiddetto *secondary mandate* della BCE, con particolare attenzione alla dimensione sistemica della sostenibilità nel contesto europeo.

tende ad assumere i connotati di un bene pubblico, meritevole di protezione in funzione dell'esigenza — oggi imprescindibile — di preservare la bio-compatibilità delle iniziative economiche, siano esse pubbliche o private.³⁹ In tale prospettiva, è

³⁹ Sottesa alle considerazioni formulate nel testo v'è l'ipotesi che la sostenibilità abbia assunto una centralità crescente nelle agende dei policy maker. Ed invero, la sua ascesa nel panorama regolatorio non è frutto di una mera evoluzione semantica di concetti maturati nel Novecento (con riguardo all'impatto ambientale di talune attività), ma segna il riconoscimento di una nuova dimensione di vulnerabilità sistemica, la quale trova compendio nel riferimento alla misurabilità di un rischio ambientale. Sicché, il rapporto tra economia e risorse naturali, tradizionalmente modulato secondo le coordinate dell'efficienza, si confronta oggi con i limiti fisici del pianeta, giungendo a una soglia in cui la massimizzazione del benessere sociale cede il passo alla risoluzione delle emergenze ecologiche e alla programmazione di un futuro salubre; cfr. RANGER-BERNHOFEN, *Aligning Finance with Adaptation and Resilience Goals: Targets and Metrics for Financial Institutions*, Environmental Change Institute, University of Oxford, dove gli Autori evidenziano come governi e istituzioni finanziarie stiano muovendo i primi passi verso la definizione di metriche e obiettivi specifici per la finanza orientata all'adattamento e alla resilienza (A&R), sul modello di quanto già avviato per gli obiettivi di neutralità climatica e ripristino degli ecosistemi; cfr. per tutti, CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, dove l'A. individua tre sfide fondamentali per l'attuale transizione globale: il raggiungimento dell'equilibrio ecologico, la costruzione di una pace energetica e la realizzazione della sostenibilità economico-finanziaria. Sebbene affrontate in capitoli distinti, tali sfide sono presentate in una cornice logico-sistemica unitaria, attraversata dalla consapevolezza delle tensioni generate dai conflitti armati e dalla fiducia nel ruolo dell'intervento pubblico quale motore per un cambiamento strutturale e duraturo.

Va da sé che l'ipotesi precedente formulata induce a rifiutare una mera accettazione della possibilità che la tecnologia prodotta dall'essere umano, lungi dall'essere neutrale, vada considerata come un 'secondo elemento naturale' che possa permeare ogni aspetto della produzione, della comunicazione e del consumo; cfr. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, supp. al n. 4, p. 17 ss. Non si tratta di dindegare che il progresso possa esser celebrato come emancipazione, ma di considerarne il costo ambientale e, quindi, la possibilità che quest'ultimo si riveli insostenibile.

Il vecchio pianeta, per usare un'immagine icastica, non ce la fa più.

A fronte di tale conclusione, si avverte un imperativo che chiama a confrontarsi con una nuova etica del limite, tale cioè da imporre un ripensamento delle categorie della crescita, dell'interesse pubblico e — per quanto attiene maggiormente al nostro ambito di studi - dell'intervento pubblico. Giova rifarsi all'impostazione proposta da ALPA nella *Presentazione* al volume collettaneo *Banche e etica* (Padova, 2013, p. 9 ss.), secondo cui l'azione degli amministratori bancari non può limitarsi alla mera osservanza delle regole di corporate governance e delle prassi aziendali, ma deve essere orientata da principi etici che trascendono l'ordinamento positivo. In tale prospettiva, l'agire professionale si radica in una più ampia responsabilità verso il sistema economico e sociale, richiedendo scelte consapevoli ispirate a valori di correttezza, trasparenza e sostenibilità.

In questa prospettiva, è utile ripeterlo, la sostenibilità può esser considerata come un bene giuridico protetto dalla regolazione europea più recente, in quanto essa rappresenta una condizione necessaria per la sopravvivenza collettiva e la trasmissione intergenerazionale delle risorse vitali. Sicché, il regolatore è posto di fronte alla sfida di evitare che la regolazione della sostenibilità sia l'ultimo rifugio di un sistema in crisi, ma assurga a vaglio di sicurezza per l'avvio di ogni iniziativa economica (quale strumento di verifica concreta dell'utilità sociale cui fa riferimento l'art. 41 Cost.); cfr. AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in *Quaderni Costituzionali*, 1992, p. 7 ss.

noto che l'Unione europea abbia recepito e valorizzato questi orientamenti mediante iniziative di ampio respiro, quali il Green Deal, la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) e la strategia per la finanza digitale⁴⁰ delineando una visione olistica della regolazione come leva di indirizzo dei comportamenti economici verso un rinnovato equilibrio tra uomo e natura (o meglio, tra sviluppo umano e salvaguardia del patrimonio ambientale).⁴¹

In definitiva, ai fini di un compiuto inquadramento della relazione tra le nuove riserve di attività e i beni giuridici meritevoli di protezione, si può aver contezza delle opzioni disciplinari che, a tal fine, hanno dato contenuto all'ordinamento bancario e finanziario: dal risparmio alla trasparenza, dalla concorrenza alla sostenibilità, il diritto dell'economia ha progressivamente ampliato il proprio spettro protettivo, rendendo evidente la necessità di un'analisi sistemica e contestuale delle riserve e dei presupposti di legittimazione dell'intervento pubblico.⁴²

Da qui, inoltre, si può intraprendere la via per interrogarsi sulle più recenti metamorfosi della finanza digitale, sui tentativi di disintermediazione, sui segnali di una nuova centralizzazione delle funzioni crittografiche in capo agli enti creditizi, valutando la possibilità di formulare una risposta che possa intravedere nella produzione delle tecnologie emergenti un possibile (*rectius*: necessario) nucleo

Come suggerisce Jody Byrd, in una lucida provocazione, «c'è una certa euforia agghiacciante nel discorso “non-siamo-ancora-morti-ma-siamo-prossimi-alla-fine” che nutre le amnesie che poi sfociano lentamente verso la critica politica» (2011, p. 225).

⁴⁰ Cfr. SCHREINER-BEYER, *The impact of ECB Banking Supervision on climate risk and sustainable finance*, ECB Working paper series no. 2952, 2024, per una prima analisi empirica dell'impatto degli sforzi di vigilanza della Banca Centrale Europea (BCE) legati al rischio climatico sull'esposizione al rischio climatico e la relativa gestione del rischio delle banche; e sugli spostamenti indotti nelle scelte di portafoglio delle banche per quanto riguarda ulteriori finanziamenti verdi.

⁴¹ Cfr. BINDER, *Prudential requirements framework and sustainability*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2022, n. 131, dove si rileva come, nel contesto dell'agenda europea per la finanza sostenibile, siano state avanzate proposte per integrare requisiti microprudenziali volti a orientare i modelli operativi e allocativi degli intermediari finanziari verso il finanziamento di attività ritenute sostenibili.

⁴² Si veda, in proposito, LENER-LUCANTONI, *Sostenibilità “ESG” e attività bancaria*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2023, 1, p. 6 ss.

delle future riserve di attività.

6. Alla luce di quanto precede appare possibile proseguire nell'indagine verso l'osservazione delle dinamiche di mercato che, come anticipato in premessa, hanno proiettato l'attenzione di molti studiosi verso questioni ulteriori (rispetto alla mera apposizione di una riserva a protezione di un determinato bene giuridico), connesse alle più recenti innovazioni della finanza decentralizzata.

A questo punto, infatti, risultano di prioritario interesse gli effetti di una fase di *personalizzazione* dei rapporti telematici che intercorrono tra cittadini e soggetti vigilati, in quanto tale fase si realizza per effetto di una tecnologia che conferisce una rinnovata vettorialità al rapporto banca-cliente.⁴³ Tale rapporto, infatti, non intercorre tra risorse umane selezionate per esser una componente essenziale dell'organizzazione aziendale, ma si realizza attraverso l'esecuzione di programmi informatici che, per solito, vengono acquistati sul mercato ovvero realizzati mediante una formula che prevede l'integrazione di taluni outsourcer nei processi industriali.⁴⁴ Sicché, nella finanza digitale, il rapporto in parola segue l'attivazione di un software per l'offerta al pubblico del credito (e dei servizi ad esso relativi) ovvero per la risposta ad una domanda presentata dai destinatari (del credito o dei servizi). Ciò conduce la tessitura del rapporto in un ambito digitale, che segue le regole previste dai programmatori (e, conseguentemente, le indicazioni fornite dai vertici della software house cui si è rivolta la banca per la fornitura del software stesso).

In altri termini, il rapporto digitale tra banca e cliente non si caratterizza per una dimensione umana (e, anche per questo, agevolmente riconducibile alla

⁴³ Cfr. ZETZSCHE-BUCKLEY-ARNER-BARBERIS, *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, No. 11, 2017, ove si analizza l'evoluzione degli approcci regolatori dinanzi all'innovazione tecnologica nel settore finanziario, proponendo il passaggio da strumenti sperimentali come le *regulatory sandboxes* a modelli di *smart regulation*, fondati su adattabilità, tecnologie regolamentari (*regtech*) e cooperazione tra autorità e operatori.

⁴⁴ Cfr. MINTO, *FinTech and the "Hunting Technique": How to Hit a Moving Target*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2017.

dimensione endo-societaria),⁴⁵ ma trova concretezza sul piano degli scambi informatici (e, dunque, in un ambito contraddistinto dall'*automatizzazione* dei processi e dalla *digitalizzazione* di prodotti e servizi, che - come anticipato - consentono anche forme variegate di personalizzazione del rapporto stesso).⁴⁶

Ed ancora. Le considerazioni che precedono accedono ad un'idea di finanza decentralizzata (DeFi) che si è affermata, negli ultimi anni, in un mercato liberalizzato; per cui, in tale mercato, è stato agevole procedere alla progettazione di strumenti e servizi in grado di *circolare* senza l'intervento di un intermediario (o meglio, senza che quest'ultimo impegnasse il proprio patrimonio nei rapporti contrattuali che danno corso alla circolazione della ricchezza). A fronte di tale progettazione, inoltre, vi è stata la possibilità di utilizzare anche le opportunità messe a disposizione da tecnologie distribuite e meccanismi automatici di esecuzione (dei processi necessari per la realizzazione degli scambi). Tuttavia, l'esperienza concreta ha evidenziato quanto queste soluzioni, pur declinate nella forma dell'innovazione radicale, finiscano spesso per riprodurre — o addirittura accentuare — talune criticità tipiche della finanza tradizionale: asimmetrie informative, concentrazione, instabilità dei modelli di business, opacità nelle logiche

⁴⁵ Cfr. ABRIANI, *Discriminazioni tecnologiche e diritto delle imprese: alla ricerca di strumenti di riequilibrio*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 3/2023, p. 447 ss., che affronta i temi della neutralità tecnologica e delle asimmetrie concorrenziali derivanti dall'adozione di nuove tecnologie; nonché MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2/2023, 1, p. 277 ss., dove si approfondiscono i numerosi problemi e le implicazioni connesse all'ingresso di tecnologie innovative nel settore finanziario, con particolare riguardo a servizi difficilmente riconducibili agli schemi tradizionali e, perciò, complessi da inquadrare sotto il profilo regolamentare.

⁴⁶ Muovendo da queste considerazioni iniziali, il percorso argomentativo si articola in tre momenti di riflessione. Ed invero, un'individuazione delle attività riconducibili alla finanza digitale appare funzionale ad un loro inquadramento nelle categorie giuridiche tradizionali, laddove ciò sia possibile. Analoga premessa riguarda l'analisi dei beni giuridici che sono stati — e che sono oggi — oggetto di protezione nell'ambito del diritto dell'economia. L'una e l'altra premessa appaiono strumentali ad una sintesi che ponga il regolatore di fronte ai *need of protection* posti dal possibile superamento della dicotomia tra centralizzazione e decentralizzazione della finanza; possibilità intravista dagli operatori del settore alla luce della ricomparsa di una forma operativa basata sull'intervento delle banche quali nuovi centri aggregatori di operatori tecnologici.

di accesso ed uso.⁴⁷

Non è questa la sede per richiamare i modelli in cui la circolazione della ricchezza si realizza attraverso una sequela di operazioni di mercato in cui gli *arranger* riescono a modificare le scadenze temporali e la qualità del credito; tuttavia, è possibile ricordare che tali modelli hanno consentito di scambiare capitali e rischi a condizioni diverse da quelle compatibili con le regole della vigilanza prudenziale (dove un aumento della disponibilità di credito, con ovvi effetti positivi sul finanziamento dell'economia reale). È altrettanto opportuno valutare che taluni soggetti sono stati in grado di rappresentare questo sistema di circolazione della ricchezza in modalità tali da farlo percepire come un *accettabile* sostituto dell'intermediazione che si realizza attraverso l'esercizio dell'attività bancaria. Ciò, anche attraverso l'intervento di soggetti che avevano ottenuto un'autorizzazione all'esercizio di *altre* attività riservate, quali sono quelle relative ai servizi di pagamento o di mera concessione di finanziamenti.⁴⁸

⁴⁷ Trattasi di una casistica che si amplifica in questa “età degli algoritmi”, durante la quale i software supportano o sostituiscono le attività svolte sinora dalle risorse umane; pertanto, appare necessario un intervento pubblico atto a governare il processo di innovazione in corso, rispondendo a interrogativi rivenienti dall'osservazione – col metodo del diritto dell'economia – della connessione tra innovazione, efficienza e responsabilità. Cfr. ex multis PANETTA, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, intervento all'inaugurazione del FinTech District, Comune di Milano – Ministero dell'Economia e delle Finanze, Milano, 26 settembre 2017; ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021; CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. Le sfide dell'intelligenza artificiale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 3, 2021; PELLEGRINI, *Transparency and Circulation of Cryptocurrencies*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021.

⁴⁸ Da qui nasce una sorta di “patchwork of licences”, un mosaico regolamentare che tende a ricondurre sotto l'ombrello della vigilanza pubblica ambiti che erano stati concepiti per operare ai margini del diritto positivo.

Si veda TROIANO, *Moneta elettronica e "token" utilizzabili come mezzo di pagamento tra MiCAR, proposta di PSD 3 e adattamento dell'ordinamento interno*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2023, pp. 151-174, relazione presentata al Convegno “Regolazione e Supervisione finanziaria nell'Era Digitale”, Università degli Studi di Roma Unitelma Sapienza, 19 maggio 2023.

Utile anche aver riguardo a CERVONE, *Strumenti di pagamento innovativi, interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2016, suppl. al n. 4, p. 41 ss., ove si analizzano le implicazioni giuridiche e regolatorie connesse all'introduzione di strumenti di pagamento innovativi, con particolare attenzione ai principi di interoperabilità e neutralità

Orbene, nulla osta alla possibilità che questo sistema (di sovente indicato con il nome di ‘shadow banking system’) si realizzi anche a seguito dell’intervento di una banca, la quale potrebbe originare crediti destinati ad esser ceduti sul mercato (al fine di alimentare il cd. ‘shadow credit intermediation process’) ovvero potrebbe distribuire gli strumenti finanziari prodotti per supportare questi canali alternativi di intermediazione non bancaria. Di recente, questo fenomeno è stato riconosciuto come una forma particolare di *ricentralizzazione della finanza*, in quanto - pur muovendo da premesse tecnologiche orientate a produrre efficienze che agevolino la disintermediazione - ha finito per coinvolgere gli enti creditizi nell’esercizio delle funzioni critiche che coinvolgono la clientela (sia essa in posizione di surplus o deficit). Si tratta, in altri termini, di una centralità di tipo relazionale, che - in tale scenario - non rappresenta un ritorno al passato, bensì una peculiare configurazione dei rapporti tra mercato, tecnologia e potere pubblico. Ciò, appare destinato ad alimentare - come si vedrà - nuove riflessioni sul perimetro delle riserve di attività e sulle forme di affidabilità che i relativi beneficiari devono possedere per poter utilizzare in piena sicurezza le nuove tecnologie nei processi di circolazione della ricchezza.⁴⁹

Si è addivenuti, per tal via, al riscontro di una realtà operativa in cui il predetto ruolo degli intermediari tradizionali introduce la possibilità (per il regolatore) di promuovere - quantomeno in chiave prudenziale - un processo di integrazione selettiva delle soluzioni decentralizzate nei modelli operativi delle banche. Si versa in presenza di una ipotesi che consente anche un ripensamento della nozione di “intermediario”, laddove il riferimento essenziale del patrimonio

tecnologica, ritenuti essenziali per garantire un mercato dei pagamenti efficiente, sicuro e aperto all’innovazione.

⁴⁹ Il fenomeno che ne è derivato può essere qualificato come una “ricentralizzazione silenziosa”; sia consentito rinviare all’intervento di TAL COHEN, President of Nasdaq, *AI, cloud, and blockchain are converging to redefine market infrastructure and lead the future of finance*, presentato nell’ambito del panel *The Executive Playbook: Steering Financial Services Through 2025*, tenutosi al Singapore Fintech Festival 2024, in cui si evidenzia il ruolo trasformativo della convergenza tecnologica nell’evoluzione dell’infrastruttura dei mercati finanziari e nella definizione dei nuovi paradigmi dell’industria finanziaria globale.

(su cui far convergere la vigilanza) possa esser affiancato da un altro riferimento alle funzioni critiche che un soggetto - avendo rapporti negoziali con la clientela – sia in grado comunque influenzare la formazione dei prezzi, la circolazione della ricchezza e la proliferazione dei rischi. Pertanto, la configurazione delle nuove riserve dovrà tener conto di un'industria ibrida,⁵⁰ dove la decentralizzazione funziona come fattore di efficienza e innovazione, all'interno di organizzazioni aziendali che restano centralizzate e, dunque, vigilabili.

7. L'osservazione delle dinamiche di mercato restituisce una realtà complessa, nella quale le attività digitali si manifestano in una molteplicità di forme e contenuti, sollecitando una riflessione sul ruolo della riserva come strumento di selezione e garanzia.⁵¹ Peraltro, la digitalizzazione ha introdotto nuovi ambienti operativi, nuovi linguaggi transattivi e nuove forme di organizzazione economica che - in modi diversi - inducono a riflettere sull'opportunità di proteggere - oltre ai beni giuridici individuati nel corso del Novecento - anche nuovi ambiti che possono

⁵⁰ Cfr. CONSOB, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari, Quaderni FinTech*, n. 3/2019, ove si analizza la diffusione del *robo advice* in Italia, evidenziando la prevalenza di modelli ibridi, le incertezze regolamentari e i principali profili di rischio per la tutela dell'investitore, con particolare riferimento alla trasparenza algoritmica, alla sicurezza informatica e all'adeguatezza delle raccomandazioni automatizzate.

Si veda anche MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contratto e Impresa*, 2019, p. 1376 ss., dove l'autore percorre l'impatto delle tecnologie digitali sui contratti e interazioni finanziarie, evidenziando come la digitalizzazione ridefinisca ruoli, responsabilità e categorie giuridiche tradizionali, richiedendo interventi volti a garantire trasparenza, sicurezza e parità di trattamento nei rapporti economici.

⁵¹ Guardando alle prospettive future, appare evidente come il presente in cui ci troviamo si discosti profondamente dalle previsioni formulate appena un decennio fa. Ed invero, le dinamiche di innovazione tecnologica, unitamente alla crescente complessità dei mercati finanziari, impongono un costante bilanciamento tra le spinte centrifughe della decentralizzazione e le contrapposte esigenze centripete di una rinnovata centralizzazione regolata. Si veda, al riguardo, *Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, ove si sottolineava la necessità di estendere il perimetro regolamentare alle attività finanziarie non bancarie che generano rischi assimilabili a quelli del sistema bancario tradizionale. Il rapporto richiama, in particolare, l'urgenza di un assetto di vigilanza coordinato e flessibile, capace di rispondere efficacemente alla sempre maggiore frammentazione e interconnessione del sistema finanziario globale.

contribuire alla qualità della vita umana.⁵² Sicché, nel dar corso ad una riflessione siffatta, non si potrebbe ammettere una mera applicazione adattiva delle categorie esistenti, potendo invece promuovere approfondimenti che - seguendo il metodo del diritto dell'economia - possano addivenire all'indicazione di regole in grado di orientare le trasformazioni in atto verso obiettivi di utilità sociale.⁵³

Non si tratta, quindi, di diniegare o di dissociarsi dalla fiducia riposta nella *cripto-affidabilità*, ma di restare ancorati alla legittimazione giuridica tradizionale, qual è quella che si realizza attraverso un puntuale intervento pubblico di supervisione.⁵⁴ Non v'è dubbio, infatti che solo quest'ultimo sia in grado di perseguire equità, trasparenza e stabilità nei termini indicati dagli organi delle democrazie contemporanee. È in tal modo, infatti, che la regolazione può assicurare una serena convivenza economica e sociale.

Proiettando la ricerca oltre il tema assegnato, si intravede la possibilità di bilanciare le opportunità offerte dall'autonomo sviluppo di nuove forme operative e

⁵² Cfr. ARMSTRONG-GORST-RAE, *'Anticipatory regulation' in an age of disruption*, Nesta, 2019, dove si delinea l'emergere di un modello regolatorio innovativo – definito appunto *anticipatory regulation* – orientato a rispondere in modo proattivo ai cambiamenti introdotti dall'innovazione. Tale approccio si fonda su un processo iterativo e sperimentale, finalizzato a comprendere progressivamente l'impatto della tecnologia su imprese, economia e società, e a ridisegnare regole e strategie in modo adattivo e inclusivo.

⁵³ Cfr. MONTEDORO, *Stato digitale e mercato*, e CAPRIGLIONE, *Regolazione e controllo finanziario nell'era digitale*, entrambi in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2023, rispettivamente p. 119 ss. e p. 1 ss., ove si approfondiscono le trasformazioni indotte dalla digitalizzazione nei rapporti tra mercato e istituzioni. In particolare, MONTEDORO evidenzia come l'emergere di nuove modalità di interazione economica ponga inedite questioni di tutela giuridica, anche alla luce del recente rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea operato dal Consiglio di Stato (CdS, sez. VI, n. 8650/2022), che sollecita una riflessione critica sulla nozione di *homo oeconomicus*, come segnalato anche da G. Pascuzzi in *Homo oeconomicus o razionalità limitata?*

⁵⁴ In questo scenario, appare pressante l'esigenza di riflettere sull'affidabilità crittografica (crypto-reliability) come criterio emergente di legittimazione delle attività riservate, specie in un ambiente in cui interazioni machine-to-machine e processi decisionali automatizzati disegnano una realtà in cui prodotti e servizi sono ancora in via di concepimento; cfr. MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2/2023, 1, p. 27 ss., ove si esaminano le trasformazioni indotte dall'innovazione tecnologica nei servizi finanziari, con particolare attenzione all'evoluzione delle figure soggettive, alla natura dei nuovi prodotti e al ruolo della moneta digitale, evidenziando le sfide regolatorie connesse alla difficile riconduzione di tali fenomeni agli schemi normativi tradizionali.

i benefici riveniente dal coinvolgimento di un intermediario al centro delle relazioni negoziali con i clienti.⁵⁵ All'automazione dei processi, infatti, dovrebbe corrispondere una specifica responsabilità dei relativi *designer*,⁵⁶ donde l'esigenza di assicurare che questi ultimi abbiano una dotazione patrimoniale adeguata ai rischi posti dalla relativa operatività. Ovviamente, ciò riguarda anche la necessità che le nuove attività risultino in grado di coniugare il relativo esercizio con il miglioramento della condizione sociale e della capacità rigenerativa del pianeta.⁵⁷

Autonomia e ricentralizzazione, automazione e responsabilità, innovazione e sostenibilità sono relazioni che impongono una nuova stagione di riflessione sui beni giuridici da proteggere. Ciò, non solo perché si intravedono all'orizzonte prodotti e servizi mai sperimentati sinora, ma anche perché sono ormai diffusi ambienti *machine-to-machine* nei quali taluni programmi gestiscono patrimoni in autonomia, avvalendosi di infrastrutture digitali che sostituiscono intere filiere funzionali. È in questo scenario che le tradizionali declinazioni del *need for protection* appaiono superare i menzionati riferimenti alla fede pubblica, al

⁵⁵ Di fronte a tale mutamento di paradigma, occorrerà interrogarsi su quali saranno le nuove riserve: è plausibile che esse si estendano alle infrastrutture tecnologiche critiche e alla produzione di software che, pur restando esterna all'organizzazione bancaria, ne determina il funzionamento essenziale. In questo contesto, si riafferma l'idea per cui il bene giuridico non preesiste alla riserva, ma viene delineato dal legislatore come oggetto di tutela in funzione della sua rilevanza per la convivenza economica e sociale. In definitiva, ciò che si protegge attraverso la riserva è la possibilità stessa di mantenere le condizioni complessive di una 'vita sana' nel nuovo ecosistema finanziario digitale. Da qui, il rinvio a CAPRIGLIONE, *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Riflessioni introduttive*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3/2024, 1, pp. 223-252, relazione presentata al Convegno "Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia", Roma, 15-16 novembre 2024, ove l'A. analizza la progressiva trasformazione del sistema delle riserve di attività nel contesto dell'evoluzione digitale dei mercati finanziari, mettendo in luce il superamento delle tradizionali distinzioni tra operatori e l'emergere di soggetti polifunzionali. In tale prospettiva, viene proposta una rilettura unitaria del fenomeno finanziario, con attenzione alle ricadute sull'interazione tra disciplina di settore e diritto dei contratti, in particolare in relazione all'applicazione delle nullità ex art. 1418 c.c. per violazione di norme imperative poste a tutela di interessi pubblicistici.

⁵⁶ Cfr. VALIANTE, *La regolazione dell'intelligenza artificiale in finanza: tra rischio e design*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021/3s, p. 37 ss.

⁵⁷ Cfr. AMOROSINO, *Principi e clausole generali nelle regolazioni delle transizioni economiche*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2024, p. 1 ss., ove si approfondisce il ruolo dei principi e delle clausole generali come strumenti di flessibilità e adattamento del diritto nelle fasi di transizione economica, con particolare attenzione alla loro funzione nell'orientare l'azione regolatoria in contesti di incertezza e trasformazione strutturale.

risparmio, alla coesione sociale, alla trasparenza, alla sostenibilità; esse, infatti, appaiono riferibili all'integrità dell'informazione, all'accessibilità delle infrastrutture, all'affidabilità delle autodeterminazioni algoritmiche.

Quel che resta da sottolineare attiene al compito del regolatore di evitare che le nuove riserve possano essere uno strumento di esclusione, di difesa dello status quo.⁵⁸ Esse, infatti, dovrebbero rappresentare un primo passo fondamentale per tracciare il perimetro della fiducia collettiva, anche quando questa deve far affidamento sulla *bontà* di un codice crittografico.

Valerio Lemma

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi G. Marconi di Roma

⁵⁸ Cfr. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, p. 309 ss., dove si esamina il processo di funzionalizzazione del contratto rispetto a finalità di interesse generale, concependolo non più come mera espressione di autonomia privata, ma come strumento attraverso cui il diritto può orientare il mercato, canalizzando preferenze di sistema e obiettivi collettivi.

I MANCATI REGOLAMENTI NELL'UNIONE EUROPEA:

UN'ANALISI DELLE MISURE PREVENTIVE *

*(Settlement Fails in the European Union:
Analysis of the Preventive Measures)*

ABSTRACT: *Nella complessa serie di processi che costituiscono la fase di post-negoziazione, di particolare rilievo è il momento del “regolamento” (“settlement”), che consente la definitiva consegna del titolo all’acquirente e del contante al venditore. Per diverse ragioni, è possibile che i regolamenti falliscano, con conseguenze ben più estese rispetto alle sole parti della transazione. Il presente scritto studia la frequenza, le cause e le conseguenze dei mancati regolamenti, e analizza le misure che il legislatore europeo ha disposto per prevenirli.*

In the complex sequence of processes that constitute the post-trading phase, particular importance is attributed to the settlement stage, during which the security is definitively delivered to the buyer and the cash to the seller. For various reasons, settlements may fail, with consequences that extend well beyond the parties directly involved in the transaction. This paper examines the frequency, causes, and implications of settlement fails, and analyses the measures adopted by the European legislator to prevent them.

SOMMARIO: 1. Regolamenti e mancati regolamenti. - 2. Dati e statistiche dei mancati regolamenti. - 3. Cause e conseguenze. - 4. Le misure unionali di prevenzione. - 5. Conclusione.

1. Per il legislatore dell’Unione Europea, l’ordinato sviluppo dei mercati dei capitali e la corretta esecuzione delle transazioni rappresentano una delle chiavi per il perseguimento della crescita economica. Non a caso, la portata della

* Contributo approvato dai revisori.

regolamentazione finanziaria unionale è estremamente vasta e tende a intercettare, da un punto di vista soggettivo e oggettivo, tutti gli operatori e gli *asset* astrattamente coinvolti in un'operazione di investimento.

A questa regola non fa eccezione l'industria del c.d. *post-trading*, ossia delle attività che alcune infrastrutture di mercato svolgono a seguito della negoziazione di uno strumento finanziario su un mercato. Più specificamente, il *post-trading* è definito come "il processo di finalizzazione degli accordi presi tra le parti all'atto della negoziazione di uno strumento in un mercato e che conduce al trasferimento definitivo della proprietà dei titoli scambiati".¹ Esso svolge tipicamente cinque funzioni: *clearing*, *settlement*, *custody*, *safekeeping* e *notary*.² Tra queste, risulta di particolare interesse il *settlement* (o "regolamento"), che consiste nel "completamento di un'operazione su titoli, ove eseguita allo scopo di assolvere le obbligazioni delle parti dell'operazione mediante il trasferimento di contante o titoli, o di entrambi".³

Per una serie di motivi, dopo che le parti hanno negoziato un certo strumento finanziario sul mercato, può accadere che il regolamento delle loro posizioni – ossia, l'effettivo trasferimento del contante dall'acquirente al venditore e/o del titolo dal venditore all'acquirente – fallisca (c.d. "*settlement fail*" o "mancato regolamento"). La legge definisce il mancato regolamento come il "mancato verificarsi del regolamento o il regolamento parziale di un'operazione su titoli alla data prevista per il regolamento a causa della mancanza di titoli o di contante e a prescindere dal motivo di tale mancanza".⁴

¹ BORSA ITALIANA, *Glossario Finanziario: Post-Trading*, in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/post-trading.html#:~:text=Definizione,della%20proprietà%20dei%20titoli%20scambiati>.

² Per approfondimenti, cfr. DEUTSCHE BÖRSE GROUP, *The European Post-Trade Market. An Introduction*, in https://www.deutsche-boerse.com/resource/blob/66338/a9b56be08e3f9281765c81d47bdfae3f/data/the-european-post-trade-market-0205_en.pdf, 2005, p. 8 ss.

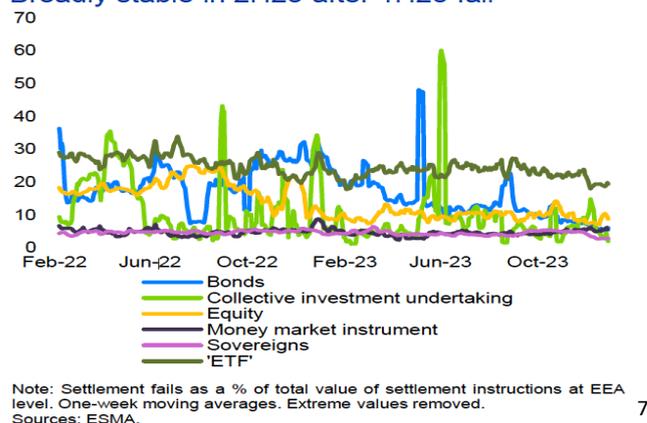
³ Art. 2, par. 1, n. 7 del Regolamento UE n. 909/2014 (c.d. "*Central Securities Depositories Regulation*" o "CSDR").

⁴ Art. 2, par. 1, n. 15, CSDR.

2. Nello Spazio Economico Europeo (“*European Economic Area*” o “*EEA*”)⁵, i mancati regolamenti rappresentano una percentuale minore, ma sicuramente non trascurabile, del valore totale delle istruzioni di regolamento impartite sul mercato.

Stando a un recente rapporto ESMA, pubblicato il 31 gennaio 2024,⁶ nel periodo compreso tra febbraio 2022 e ottobre 2023 i mancati regolamenti hanno interessato: circa il 5% delle transazioni in titoli sovrani e in strumenti del mercato monetario; una percentuale compresa tra il 10% e il 20% delle operazioni in *equity* (tipicamente, azioni); una percentuale compresa tra il 20% e il 30% delle transazioni in ETF; una percentuale variabile, ma mediamente compresa tra il 5% e il 20%, di operazioni in UCITS, e tra il 10% e il 30% delle operazioni in obbligazioni.

Settlement fails in EEA central securities depositories
Broadly stable in 2H23 after 1H23 fall



Altri dati rilevanti sono contenuti nel Rapporto annuale 2023⁸ di Target2-Securities (“T2S”), la piattaforma di regolamento concepita nel 2008 dalla Banca Centrale Europea (“BCE”) e operativa dal giugno 2015, a cui sono connessi 24

⁵ L’EEA comprende i 27 Stati membri dell’UE e tre Stati membri dell’Associazione Europea di Libero Scambio (“*European Free Trade Association*” o “*EFTA*”).

⁶ ESMA (*European Securities and Markets Authority*), *TRV Risk Monitor – ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 1, 2024*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA50-524821-3107_TRV_1-24_risk_monitor.pdf, 31 gennaio 2024, p. 24.

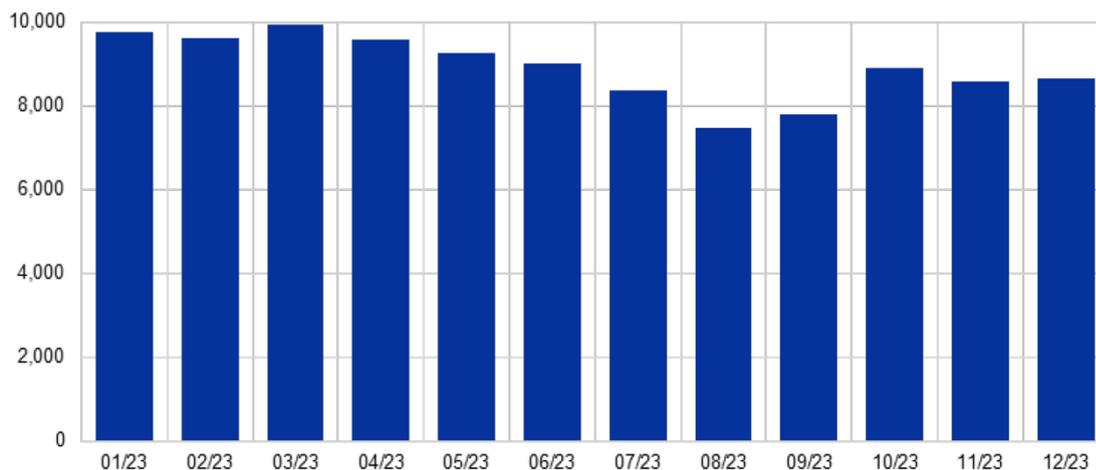
⁷ Il grafico è preso da *ibidem*.

⁸ BCE (Banca Centrale Europea), *TARGET2-Securities Annual Report 2023*, aprile 2024.

depositari centrali di titoli appartenenti a 23 diversi Stati membri.⁹ Secondo il Rapporto, nel 2023, il numero medio giornaliero delle transazioni non regolate alla data prevista su T2S è stato di 8.907, pari al 5,68% delle transazioni.¹⁰

Volume of unsettled transactions in 2023

(number of transactions, daily averages)



Source: T2S.

11

Qualora una transazione non venga regolata alla data prevista, T2S non la elimina, ma la posticipa per il regolamento al giorno lavorativo successivo. T2S tenta di regolare le transazioni per un periodo di tempo denominato “periodo di riciclaggio” (per la maggior parte delle transazioni, pari, al massimo, a 60 giorni) prima che vengano automaticamente annullate. In altre parole, il periodo di riciclaggio è il numero di giorni durante i quali una transazione rimane non regolata.

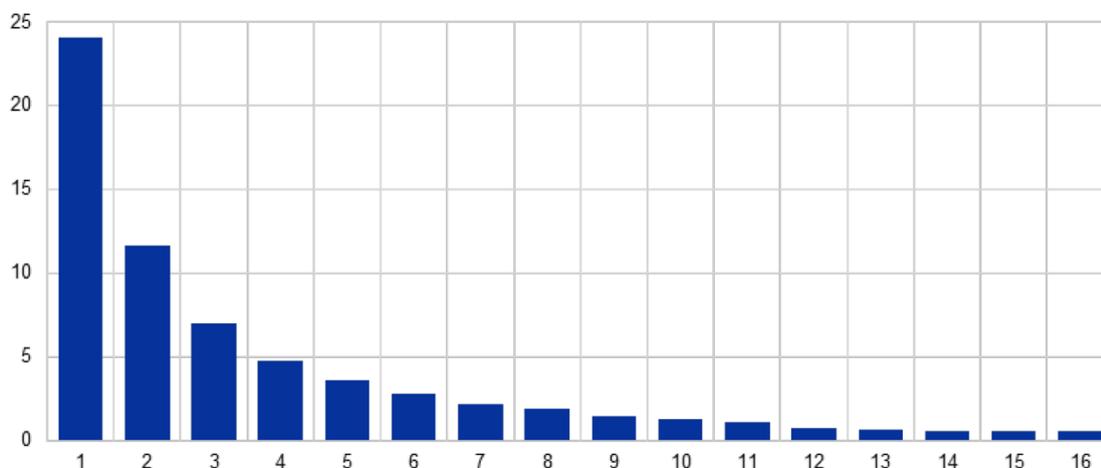
⁹ La lista è consultabile in https://www.ecb.europa.eu/paym/target/target-professional-use-documents-links/t2s/shared/pdf/List_of_CSDs_connected_to_T2S.pdf.

¹⁰ La data prevista per il regolamento è definita come la “data inserita nel sistema di regolamento titoli come data per il regolamento e alla quale le parti di un’operazione su titoli convengono che debba avere luogo il regolamento” (art. 2, par. 1, n. 12, CSDR).

¹¹ Il grafico è preso da BCE, *op. cit.* (nt. 8), p. 19.

Average unsettled transactions per number of recycling days in 2023

(percentages, number of recycling days)



Source: T2S.

12

Come evidenziato nel grafico sopra, nel 2023, in media, il 24,06% delle transazioni non regolate alla data prevista è stato regolato il giorno lavorativo successivo, mentre l'11,65% è rimasto in sospeso per due giorni prima del regolamento. Solo lo 0,59% è rimasto in sospeso per 16 giorni.

È interessante notare come il numero di mancati regolamenti tenda ad aumentare in concomitanza con crisi politiche, economiche o sociali. Ciò è accaduto, per diversi depositari centrali di titoli in diverse parti del globo, a seguito degli attentati dell'11 settembre 2001,¹³ della crisi finanziaria del 2008,¹⁴ della pandemia da Covid-19¹⁵ e dell'invasione russa in Ucraina,¹⁶ in virtù, si ritiene, della

¹² *Ibidem*, p. 20.

¹³ FLEMING-GARBADE, *When the Back Office Moved to the Front Burner: Settlement Fails in the Treasury Market after 9/11*, in *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 8, n. 2, 2002, p. 35.

¹⁴ BANK OF JAPAN, *Payment and Settlement Systems Report 2009 Response to the Global Financial Crisis and Initiatives to Effect Improvements*, BoJ Reports & Research Papers, in <https://www.boj.or.jp/en/research/brp/psr/psr2009.pdf>, 2010.

¹⁵ ESMA, *TRV Risk Monitor – ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, 2020*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1287_report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2020.pdf, 2 settembre 2020, p. 24.

volatilità e del disordine nelle negoziazioni che caratterizzano i mercati nei periodi di crisi.¹⁷

Per quanto la percentuale di transazioni non regolate alla data prevista sia, come si è notato, piuttosto ridotta, il tema ha sempre suscitato preoccupazioni da parte di legislatori e autorità, in virtù delle conseguenze negative che questa occorrenza ha sul mercato.

Come altri regolatori nel mondo, il legislatore europeo è intervenuto con una regolamentazione dell'industria *post-trading*, anche al fine di prevenire e gestire i mancati regolamenti. A questo proposito, la normativa di riferimento è il Regolamento (UE) n. 909/2014 (c.d. "*Central Securities Depositories Regulation*" o "CSDR"), che, oltre a dedicare due articoli al tema, avvia una dettagliata disciplina di secondo livello, successivamente tracciata dalle autorità unionali.

Prima di procedere alla valutazione delle misure regolatorie sovranazionali, è tuttavia opportuno analizzare cause e conseguenze dei mancati regolamenti.

3. I CSD usano diversi meccanismi di regolamento. I due più diffusi sono la consegna contro pagamento ("*delivery versus payment*" o "DvP") e la consegna senza pagamento ("*free of payment*" o "FoP").¹⁸ In T2S, il DvP ha interessato quasi il 70% delle transazioni nel 2023, mentre il FoP poco più del 27%.¹⁹ In totale, circa il 97% delle transazioni è stato regolato tramite una di queste due modalità nel 2023.

Il DvP è definito come il "meccanismo di regolamento titoli che collega il trasferimento di titoli con il trasferimento di contante in modo che la consegna dei titoli si verifichi se e solo se avviene il corrispondente trasferimento di contante e

¹⁶ ESMA, *TRV Risk Monitor – ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, 2022*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2229_trv_2-22.pdf, 1° settembre 2022, p. 21.

¹⁷ *Ibidem*, p. 8.

¹⁸ Le altre tre modalità di regolamento usate in T2S sono il *payment-free-of-delivery* ("PFOD"), il *settlement restrictions on securities* ("SRSE") e il *delivery-with-payment* ("DWP").

¹⁹ ESMA, *op. cit.* (nt. 6), p. 9.

viceversa”.²⁰ Il FoP, invece, è una “modalità di regolamento delle transazioni su strumenti finanziari che prevede la consegna dei titoli senza il contestuale pagamento del relativo controvalore”.²¹ Evidentemente, il DvP costituisce una modalità di regolamento più sicura, dal momento che riduce il rischio di inadempimento di entrambe le parti. Per questo motivo, esso è in via generale preferito al FoP. Tuttavia, quest’ultimo meccanismo di *settlement* viene comunque utilizzato, in virtù dei vantaggi di semplicità di gestione che presenta. Il FoP, infatti, non richiede l’immediato riscontro della corrispondenza tra trasferimento dei titoli e dei mezzi di pagamento da parte del CSD, e per questo motivo è in grado di regolare transazioni avvenute a ore più tarde.²² Ad ogni modo, è indubbio che il FoP amplifica il rischio di mancato regolamento, aprendo alla possibilità che il venditore consegni il titolo pattuito senza ricevere in contropartita il pagamento, ovvero che il compratore effettui il pagamento senza ricevere la consegna del titolo.

Alla luce di questa premessa, si evince che la prima delle possibili cause di mancato regolamento, nel FoP, è proprio l’indisponibilità delle parti del bene da scambiare (c.d. “*principal risk*” o “rischio di perdita del capitale”). Esse, infatti, potrebbero non disporre, al momento topico, del titolo (lato venditore) o del contante (lato acquirente). Non è infrequente che la mancanza del titolo sia da ricollegare alla pratica della vendita allo scoperto,²³ in particolare se “*naked*”, ossia

²⁰ Art. 2, par. 1, n. 27, CSDR.

²¹ BORSA ITALIANA, *Glossario Finanziario – Free of Payment*, in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/free-of-payment.html>.

²² Per esempio, il *cut-off* del DvP di Euronext Securities Milan (il CSD di riferimento italiano) è alle 16.00 CET, mentre il *cut-off* del FoP è alle 18.00 CET.

²³ Per “vendita allo scoperto”, ai sensi dell’art. 2, par. 1, lett. b), del Regolamento (UE) n. 236/2012, si intende “con riferimento a un titolo azionario o a uno strumento di debito, una vendita del titolo azionario o dello strumento di debito che il venditore non possiede al momento della conclusione del contratto di vendita, incluso il caso in cui al momento della conclusione del contratto di vendita il venditore ha preso a prestito o si è accordato per prendere a prestito il titolo azionario o lo strumento di debito per consegnarlo al momento del regolamento, ad esclusione: i) di un contratto pronti contro termine in cui una delle parti ha convenuto di vendere all’altra parte un titolo ad un prezzo determinato con l’impegno dell’altra parte di rivenderglielo ad una data successiva ad un altro prezzo determinato; ii) di un trasferimento di titoli in base ad un accordo di prestito di titoli; ovvero

non assistita dalla disponibilità del titolo. La vendita allo scoperto, in generale, non è da considerarsi una pratica illegittima e, anzi, comporta anche esternalità positive sul mercato, soprattutto in tema di *price discovery*.²⁴ Per quanto gli effetti potenzialmente positivi del *naked short selling* sui mercati siano per molti versi equivalenti,²⁵ questa pratica è oggetto di divieti proprio per gli elevati rischi di mancata consegna.²⁶ Ai fini che interessano in questa sede, si sottolinea che vendita allo scoperto e *naked short selling*, per le ragioni accennate, possono impattare negativamente sull'efficienza del regolamento dei titoli,²⁷ aumentando la percentuale di *settlement fails*.

Un ulteriore motivo di mancato regolamento sono i rischi operativi. Da un lato, essi possono manifestarsi a causa delle parti coinvolte nella negoziazione. Si pensi, ad esempio, al caso in cui venditore e/o acquirente commettano errori nelle reciproche comunicazioni dei dati della transazione,²⁸ relativamente, ad esempio, alla quantità dei titoli compravenduti, alla data di esecuzione o all'importo. Può infatti accadere, soprattutto in presenza di operatori "manuali" (i.e., con un basso livello di automatizzazione) o "non domestici" (i.e., situati in diverso fuso orario), che le informazioni trasmesse siano incomplete, inaccurate, tardive o in formato diverso da quello standard, incrementando il rischio di *settlement fail*.²⁹ Dall'altro

iii) della conclusione di un contratto future o di altro contratto derivato con cui si convenga di vendere titoli ad un prezzo definito a una data futura".

²⁴ Cfr., *ex multis*, BOEHMER-WU, *Short Selling and the Price Discovery Process*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 26, n. 2, 2013, p. 287.

²⁵ CULP-HEATON, *The Economics of Naked Short Selling*, in *Regulation*, vol. 31, n. 1, 2008, p. 50.

²⁶ A livello unionale, gli artt. 4, 12 e 13 del Regolamento (UE) n. 236/2012 vietano le operazioni di *naked short selling* aventi a oggetto azioni e strumenti di debito sovrano. La Consob si è espressa sul punto con Delibera n. 17993/2011.

²⁷ Cfr. PUTNINŠ, *Naked short sales and fails to deliver: An overview of clearing and settlement procedures for stock trades in the USA*, in *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 2, n. 4, 2010, p. 340 ss.; FOTAK-RAMAN-YADAV, *Fails-to-deliver, short selling, and market quality*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 114, 2014, p. 493 ss.

²⁸ FLEMING-GARBADE, *Explaining Settlement Fails*, in Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, vol. 11, n. 9, 2005, p. 2 ss.

²⁹ AFME (Association for Financial Markets in Europe), *Improving the Settlement Efficiency Landscape in Europe*, in <https://www.afme.eu/publications/reports/details/improving-the-settlement-efficiency-landscape-in-europe>, 31 ottobre 2023, p. 16.

lato, è possibile che sia il CSD a determinare il mancato regolamento di una transazione, per errori umani o nell'impostazione di processi automatizzati, ma anche per insufficienza dei dispositivi preposti all'attività.³⁰ Infine, non è da escludere che si verifichino eventi avversi al di fuori del controllo dei soggetti coinvolti, come crolli delle infrastrutture informatiche o altri esempi di caso fortuito o forza maggiore.³¹

È altresì possibile che un regolamento di strumenti finanziari sia impedito prescrittivamente da un'autorità per mezzo di un blocco dell'ISIN (*International Securities Identification Number* o "Numero Internazionale di Identificazione dei Titoli"), il codice riconosciuto a livello internazionale per l'identificazione di strumenti finanziari sui mercati e nelle transazioni. Con la comunicazione del blocco di un ISIN, un'autorità può vietare al CSD di procedere al regolamento delle transazioni che coinvolgono quello specifico titolo, anche temporaneamente. Ciò può accadere, ad esempio, in presenza di eventi eccezionali riguardanti una parte della transazione, come l'approvazione di un piano di risoluzione di una crisi.³²

Al di là delle ragioni menzionate, da considerarsi incidentali, esistono casi in cui il mancato regolamento è un effetto voluto da una delle parti della transazione. Ciò accade, in particolare, quando il costo di inadempimento è minore del costo di adempimento per una parte, che potrebbe agire egoisticamente in una sorta di

³⁰ *Ibidem*, p. 17.

³¹ Per un esempio "storico", cfr. SENDER, *The Day the Computers Went Down*, in *Institutional Investor*, vol. 7, 1985, p. 203. Il 19 luglio 2024, un aggiornamento difettoso ai sistemi di un primario prestatore di servizi IT ha causato gravi malfunzionamenti a livello globale, con impatti significativi anche sul settore finanziario. Cfr. VIPERS-SCHECHNER, *Major IT Outage Grounds Flights, Hits Banks and Businesses Worldwide*, in *The Wall Street Journal*, (https://www.wsj.com/tech/microsoft-reports-major-service-outage-affecting-users-worldwide-328a2f40?mod=hp_lead_pos1), 19 luglio 2024.

³² Per un esempio domestico, utile in quanto ben documentato, v. il blocco temporaneo degli ISIN di strumenti finanziari emessi da quattro piccole banche italiane tra il 2015 e il 2017. CLEARSTREAM-DEUTSCHE BÖRSE GROUP, *Italy: Certain ISINs temporarily blocked for settlement and trading in T2S*, in <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services/m15019-1292242>, 26 novembre 2015, *cui adde*, per la rimozione del blocco, ID., *Italy: Certain ISINs temporarily blocked for settlement and trading in T2S - update VIII*, in <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services/m17004-1305970>, 2 febbraio 2017.

“*efficient breach*”.³³ Questo si verifica, per esempio, quando il costo per il venditore di prendere in prestito il titolo che si è impegnato a vendere è superiore alla somma dei costi della mancata vendita, comprensivi delle conseguenze economiche, giudiziali e reputazionali. Un caso comprovato è quello del mercato dei titoli di stato statunitensi, ove i periodi in cui i costi di prestito delle obbligazioni sono costantemente vicini al *general collateral rate* (strettamente correlato al tasso del mercato dei fondi *overnight*) sono caratterizzati da un’alta incidenza di mancati regolamenti.³⁴ Un’altra ipotesi sono le strategie di arbitraggio nei mercati azionari ove vengono negoziati i medesimi titoli, ma con periodi di regolamento diversi: in caso di mancata consegna, se si tratta di operazioni al dettaglio e di basso valore, le banche potrebbero non avere particolari incentivi all’adozione di misure correttive.³⁵

Infine, un mancato regolamento (e già, a ben vedere, un mancato pagamento) può anche originare ... da un mancato regolamento. Qualora una parte basi una transazione sull’aspettativa del regolamento di una precedente transazione - e quindi, a seconda dei casi, del conseguimento di un titolo o di contante -, ma quest’ultima, per una qualsiasi delle ragioni citate, non si concretizzi, anche la transazione “dipendente” si concluderà in un *fail*. Questa “catena” di mancati regolamenti³⁶ si ritiene possa addirittura causare conseguenze di portata sistemica.³⁷

³³ Il concetto, oggetto di vastissima letteratura, fu introdotto da BIRMINGHAM, *Breach of Contract, Damage Measures, and Economic Efficiency*, in *Articles by Maurer Faculty*, vol. 24, 1970, p. 273 ss.

³⁴ FLEMING, GARBADE, *op. cit.* (nt. 28).

³⁵ BCE, *Settlement fails – Report on securities settlement systems measures*, aprile 2011.

³⁶ Per approfondimenti, GURROLA PEREZ-HE-HARPER, *Securities settlement fails network and buy-in strategies*, Bank of England Staff Working Paper No. 821, 2019.

³⁷ IYER-MACCHIAVELLI, *The Systemic Nature of Settlement Fails*, *Feds Notes*, in <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-systemic-nature-of-settlement-fails-20170703.html>, 3 luglio 2017.

Secondo un'indagine condotta nel 2021,³⁸ il 70.5% dei mancati regolamenti è causato dall'indisponibilità del titolo in capo al venditore, il 26.9% da rischi operativi, e, più specificamente, da problemi di *matching*, mentre meno del 3% da indisponibilità di contante o altre cause.³⁹

Conclusa l'analisi delle cause dei mancati regolamenti, è possibile muovere alla disamina delle loro conseguenze. Per quanto il DvP sia in grado di neutralizzare il *principal risk*, esso riduce soltanto – ma non elimina del tutto – tre altri tipi di rischio:⁴⁰ i) il rischio di controparte, ossia “rischio che la controparte di un'operazione risulti inadempiente prima del regolamento definitivo dei flussi finanziari dell'operazione”;⁴¹ ii) il rischio di liquidità, definito come “il rischio che una delle parti [di una] transazione non soddisfaccia un'obbligazione per l'intero valore alla scadenza, ma successivamente, in una data non specificata”;⁴² iii) il rischio del costo di sostituzione, ossia il rischio che il “mancato adempimento [di una parte] lasci la parte adempiente con una posizione di mercato non coperta o aperta, o neghi alla parte solvente i guadagni non realizzati sulla posizione”.⁴³ In quest'ultimo caso, la parte adempiente dovrà procacciarsi il titolo o il denaro alle mutate condizioni di mercato (di qui, il costo “di sostituzione”, della vecchia transazione con una nuova equivalente, ma a condizioni economiche variate). La persistenza di questi rischi anche in presenza di un meccanismo DvP è dovuta al fatto che, a differenza del pagamento, il regolamento è, almeno ad oggi, intrinsecamente non istantaneo. Nell'UE, il regolamento dei valori mobiliari avviene

³⁸ WESTPHAL, *Optimising settlement efficiency: A European Repo & Collateral Council discussion paper*, ICMA (International Capital Markets Association), febbraio 2022.

³⁹ L'indagine richiamata non considera il mancato regolamento come causa autonoma di mancato regolamento e non prende in esame il blocco dell'ISIN.

⁴⁰ BIS (Bank for International Settlements), *Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems*, in <https://www.bis.org/cpmi/publ/d06.htm>, 1992, p. 15.

⁴¹ Art. 2, par. 1, n. 11, Regolamento (UE) n. 648/2012 (“EMIR”). Cfr. anche BIS, *CRE - Calculation of RWA for credit risk - CRE50 - Counterparty credit risk definitions and terminology*, Basel Committee on Banking Supervision, in https://www.bis.org/basel_framework/chapter/CRE/50.htm?inforce=20191215&published=20191215, 15 dicembre 2019, p. 1/5.

⁴² *Ibidem*, p. A2-4.

⁴³ *Ibidem*, p. A2-6.

in T+2, ossia entro il secondo giorno lavorativo successivo alla negoziazione sul mercato.⁴⁴ Di conseguenza, tra il momento della consegna del titolo (*delivery*) o del pagamento (*payment*) e il momento del vero e proprio *settlement*, è possibile che si verifichino eventi avversi, che hanno un impatto sulle successive transazioni.

Non a caso, e come è ovvio, tra le conseguenze di un mancato regolamento vi possono essere anche altri mancati regolamenti, per il medesimo principio della catena di *fails* di cui sopra. Tale circostanza comporta un'erosione dei margini degli operatori di mercato e un aumento dei costi operativi.

I *settlement fails* possono altresì contribuire a un aumento del c.d. *bid-ask spread*,⁴⁵ perché rappresentano una fonte aggiuntiva di rischio per i *market maker*.⁴⁶ Infatti, i *market maker* spesso comprano un titolo da un *trader* e lo vendono a un altro. Il *market maker* potrebbe ricevere la consegna in tempo, ma troppo tardi nel corso della giornata per consegnare il titolo al secondo *trader*, causando un *fail*. In tali circostanze, i *market maker* potrebbero non voler effettuare una transazione senza un *bid-ask spread* maggiore.⁴⁷

Infine, i mancati regolamenti possono portare a un aumento dei costi del lavoro e a un peggioramento delle relazioni con i clienti: da un lato, infatti, la gestione dei *settlement fails* richiede un incremento o, quantomeno, una concentrazione di risorse, anche in termini di personale; dall'altro, la mancata conclusione di uno scambio precedentemente negoziato causa inevitabilmente malcontento nei clienti.⁴⁸

⁴⁴ Art. 5, par. 2, CSDR.

⁴⁵ Il *bid-ask spread* (in italiano, “differenza denaro-lettera”) è “la differenza tra il prezzo *bid* (denaro) e il prezzo *ask* (lettera) praticato da un *dealer*. Il prezzo *bid* è il prezzo al quale il *dealer* è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo *ask* è quello al quale il *dealer* è disposto a vendere uno strumento finanziario”. BORSA ITALIANA, *Glossario Finanziario – Bid-Ask Spread*, in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bid-ask-spread.html>.

⁴⁶ DEGENNARO-MOSER, *Failed Delivery and Daily Treasury Bill Returns*, in *Journal of Financial Services Research*, vol. 4, 1990, p. 205.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ PRIEM, *A European harmonised settlement discipline regime: a focus on how investment firms need to prevent settlement fails*, in *European Law Review*, vol. 48, n. 5, 2023, p. 591.

Alla luce delle conseguenze poco desiderabili dei mancati regolamenti, il legislatore europeo ha predisposto una serie di misure preventive per diminuirne l'occorrenza.

4. In generale, tutto l'impianto normativo finanziario dell'UE tiene conto, direttamente o indirettamente, delle esigenze di prevenzione dei mancati regolamenti.

Non sorprende, quindi, che, allo scopo della neutralizzazione del *principal risk* e della riduzione degli altri rischi menzionati, non soltanto il CSDR favorisca l'utilizzo del DvP, stabilendo che “[t]utte le operazioni in titoli contro contante tra partecipanti diretti a un sistema di regolamento titoli gestito da un CSD e regolate in tale sistema di regolamento titoli sono regolate con DVP”,⁴⁹ ma che anche il Regolamento (UE) n. 648/2012 (“EMIR”) disponga che “[q]uando ha l’obbligo di effettuare o ricevere consegne di strumenti finanziari, la controparte centrale (“CCP”) elimina il rischio di perdita del capitale ricorrendo per quanto possibile a meccanismi di consegna dietro pagamento”.⁵⁰ Ciò non significa, come visto, che il FoP e altre modalità di regolamento non siano utilizzati, ma indirizza in maniera inequivocabile il sistema finanziario europeo verso il meccanismo del DvP.

Il CSDR dedica una sola disposizione alla prevenzione dei mancati regolamenti, rimettendo le specificazioni alla normativa di secondo livello (standard tecnici di regolamentazione, atti delegati, orientamenti...). La disciplina di rilievo, in questo senso, è contenuta da un lato nel Regolamento Delegato (UE) 2018/1229 (il “Regolamento Delegato”), che dedica l’intero Capo II alle misure di prevenzione dei mancati regolamenti; dall’altro, negli Orientamenti ESMA del 2020⁵¹ (gli “Orientamenti”), relativi alle procedure standardizzate e ai protocolli di

⁴⁹ Art. 39, par. 7, CSDR.

⁵⁰ Art. 50, par. 3, EMIR.

⁵¹ ESMA, *Orientamenti sulle procedure standardizzate e i protocolli di messaggistica ai sensi dell’articolo 6, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 909/2014*, 6 aprile 2020.

messaggistica. Come segnalato nel *Consultation Paper* sugli *standard* tecnici del CSDR pubblicato dall'ESMA,⁵² in fase di redazione del Regolamento Delegato sono stati presi in considerazione le *Recommendations for securities settlement systems* del 2001⁵³ e i *Principles for financial market infrastructures* del 2012.⁵⁴

L'art. 6 CSDR, rubricato "Misure per prevenire i mancati regolamenti", dispone poche misure sostanziali, rivolte a sedi di negoziazione, CSD e imprese d'investimento.

Anzitutto, esso impone un obbligo, già in capo alle sedi di negoziazione, di adottare procedure che consentono, alla data di esecuzione, la conferma dei termini rilevanti delle operazioni effettuate su alcuni strumenti finanziari,⁵⁵ e segnatamente su valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di un organismo di investimento collettivo e quote di emissioni.⁵⁶ La scelta di circoscrivere tale obbligo a queste sole quattro categorie di strumenti finanziari e, indirettamente, di escludere i derivati può spiegarsi con due ordini di ragioni. Il primo attiene alla natura di tali strumenti. I valori mobiliari e gli strumenti del mercato monetario richiedono un regolamento tempestivo non solo per gli elevati volumi di scambio, cui si legano questioni di stabilità finanziaria, ma anche per una chiara definizione della titolarità di diritti e obblighi connessi alla proprietà o al debito che rappresentano. D'altro canto, mancati o tardivi regolamenti potrebbero falsare i prezzi delle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, minando l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Per quanto riguarda, infine, le quote di emissione di gas a effetto serra, un *settlement* tempestivo può

⁵² ESMA, *Consultation Paper - Technical Standards under the CSD Regulation*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1563_csd_ts.pdf, 18 dicembre 2014, p. 9.

⁵³ BIS, IOSCO (International Organization of Securities Commissions), *Recommendations for securities settlement systems*, in <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.htm>, novembre 2001.

⁵⁴ BIS, IOSCO, *Principles for financial market infrastructures, Committee on Payment and Settlement Systems - Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, in <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, aprile 2012.

⁵⁵ Art. 6, par. 1, CSDR.

⁵⁶ Art. 5, par. 1, CSDR.

contribuire all'efficacia della regolamentazione unionale per il contrasto al cambiamento climatico. Simili considerazioni non valgono, invece, per gli strumenti derivati, che sono prevalentemente usati con finalità di copertura, di speculazione o di arbitraggio, e hanno caratteristiche diverse rispetto agli strumenti menzionati. Il secondo ordine di ragioni si lega invece alla disciplina dedicata ai contratti derivati, soprattutto *over-the-counter* ("OTC").⁵⁷ L'EMIR, infatti, dispone un penetrante intervento, nelle transazioni su derivati, non solo dei repertori di dati sulle negoziazioni, soggetti che raccolgono e conservano in modo centralizzato le registrazioni sui derivati,⁵⁸ ma anche delle CCP, persone giuridiche che si interpongono tra le controparti di contratti negoziati su mercati finanziari agendo come acquirenti nei confronti di ciascun venditore e come venditori nei confronti di ciascun acquirente.⁵⁹ L'intermediazione di questi soggetti consentirebbe una significativa riduzione del rischio di mancato regolamento, che, si ritiene, il legislatore ha considerato sufficiente per giustificare l'esclusione delle operazioni su derivati dall'ambito di applicazione dell'art. 6, par. 1, CSDR.

Oltre alle sedi di negoziazione, l'art. 6 pone anche in capo ai CSD una serie di misure per la prevenzione dei mancati regolamenti. In particolare, per ciascun sistema di regolamento titoli⁶⁰ da esso operato, il CSD stabilisce procedure che

⁵⁷ Ossia, la cui esecuzione non ha luogo su un mercato regolamentato (art. 2, par. 1, n. 7, EMIR), ma segue una negoziazione bilaterale (i.e., direttamente tra le due parti) fuori dai mercati regolamentati, con ampia libertà per i contraenti di stabilire tutte le caratteristiche dello strumento.

⁵⁸ Art. 2, par. 1, n. 2, EMIR.

⁵⁹ Art. 2, par. 1, n. 1, EMIR.

⁶⁰ Definito dal combinato disposto dell'art. 2, par. 1, n. 10, CSDR e dell'art. 2, par. 1, lett. a), della Direttiva 98/26/CE (c.d. "*Settlement Finality Directive*" o "SFD") come un accordo formale – non operato da una controparte centrale e la cui attività consiste nell'esecuzione di ordini di trasferimento – fra tre o più partecipanti, escluso l'operatore di tale sistema, un eventuale agente di regolamento, un'eventuale controparte centrale, un'eventuale stanza di compensazione o un eventuale partecipante indiretto, con regole comuni e accordi standardizzati per la compensazione o per l'esecuzione di ordini di trasferimento tra i partecipanti, che sia disciplinato dalla legge di uno Stato membro scelta dai partecipanti, nel quale almeno uno di essi ha la propria sede sociale, e che sia designato (salvi requisiti più rigorosi di diritto nazionale) come sistema e notificato all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati dallo Stato membro di cui si applica la legge.

facilitano il regolamento delle operazioni su strumenti finanziari non derivati⁶¹ alla data prevista per il regolamento con un'esposizione minima dei partecipanti ai rischi di controparte e di liquidità, e una bassa percentuale di mancati regolamenti.⁶² Si nota come i precetti appena indicati prescrivano (solo) il conseguimento di un risultato, lasciando alla normativa di secondo livello o, come si vedrà, addirittura agli operatori coinvolti, la definizione delle modalità per perseguirlo. L'art. 6 prevede anche che “[i]l CSD adotta adeguati meccanismi che incoraggino l'effettuazione del regolamento il prima possibile (*early settlement*) nell'ambito della data prevista per il regolamento”.⁶³ Infatti, un regolamento più rapido riduce la probabilità che una delle controparti fallisca durante il periodo di regolamento e, più in generale, che si manifestino i rischi sopra illustrati. Sulla scorta di questa e altre considerazioni, a partire dal 28 maggio 2024 negli Stati Uniti vige il ciclo di regolamento a T+1.⁶⁴ Legislatori di diversi Paesi⁶⁵ hanno replicato⁶⁶ questa decisione, ed è possibile immaginare che anche altri regolatori, specie se di economie connesse a quella statunitense, intraprendano il medesimo percorso. Per quanto riguarda l'UE, l'ESMA, su impulso dell'ultima modifica al CSDR,⁶⁷ ha pubblicato una *Call for evidence*⁶⁸ per valutare la posizione del mercato in merito all'opportunità di passare a un regolamento in T+1 o in T+0, e il connesso *Feedback*

⁶¹ Valgono, in proposito, le medesime considerazioni svolte *supra*.

⁶² Art. 6, par. 3, CSDR.

⁶³ *Ibidem*. Similmente, il CSD deve adottare, per ciascun sistema di regolamento titoli da esso operato, misure per incoraggiare e incentivare il regolamento tempestivo delle operazioni da parte dei propri partecipanti, chiedendo loro di regolare le rispettive operazioni alla data prevista.

⁶⁴ SEC (Securities and Exchange Commission), *Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle*, in <https://www.sec.gov/files/rules/final/2023/34-96930.pdf>, 15 febbraio 2023.

⁶⁵ Come Canada, Messico, Giamaica e Argentina.

⁶⁶ *Rectius*, in certi casi, “anticipato”, se si considera che tale più breve ciclo di regolamento vige in verità dal giorno precedente, il 27 maggio 2024.

⁶⁷ Datata 13 dicembre 2023. Cfr. art. 74, par. 3, CSDR.

⁶⁸ ESMA, *Call for Evidence on shortening the settlement cycle*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA74-2119945925_1616_Call_for_evidence_on_the_shortening_of_the_settlement_cycle.pdf, 5 ottobre 2023.

Statement,⁶⁹ con opinioni miste dei partecipanti. Ad oggi, oltre alla previsione del T+2 del CSDR, il Regolamento Delegato detta i tempi del ciclo di *settlement*, scandendone financo le ore.⁷⁰

Infine, l'art. 6 stabilisce doveri in capo alle imprese di investimento, che devono adottare misure per limitare il numero di mancati regolamenti, tali da prevedere almeno "la conclusione di accordi tra l'impresa di investimento e i relativi clienti professionali⁷¹ [...] per garantire la tempestiva comunicazione dell'attribuzione (*allocation*) della provvista di titoli all'operazione, la conferma di tale attribuzione e la conferma dell'accettazione o del rifiuto dei termini dell'operazione, in tempo utile, prima della data prevista per il regolamento".⁷² Si nota che l'obbligo grava sulle sole imprese d'investimento, e non sui clienti: esse dovrebbero quindi vincolare contrattualmente i clienti professionali, indipendentemente dal fatto che questi ultimi siano UE o extra-UE.⁷³

Il requisito appena descritto è stato ulteriormente dettagliato nel Regolamento Delegato, secondo cui le imprese di investimento devono domandare ai clienti professionali di inviare loro *per iscritto* l'attribuzione di titoli o di contante per le operazioni, indicando i conti su cui effettuare l'accredito o l'addebito. Si tratta di un'attribuzione a contenuto vincolato, in quanto deve specificare: a) il tipo di operazione; b) l'ISIN dello strumento finanziario o, qualora non fosse disponibile, un altro identificativo dello strumento finanziario; c) la consegna o il ricevimento degli strumenti finanziari o del contante; d) il valore nominale degli strumenti di debito e la quantità per gli altri strumenti finanziari; e) la data della negoziazione; f) il prezzo

⁶⁹ ESMA, *Feedback statement, Call for evidence on shortening the settlement cycle*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA74-2119945925-1959_Feedback_statement_of_the_Call_for_evidence_on_shortening_the_settlement_cycle.pdf, 21 marzo 2024.

⁷⁰ Art. 2, par. 2, Regolamento Delegato.

⁷¹ Un cliente professionale, ai sensi dell'Allegato II della Direttiva 2014/65/UE ("MiFID II"), è "un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume", e che rispetta i criteri prescritti dal medesimo Allegato.

⁷² Art. 6, par. 2, c. 2, CSDR.

⁷³ PRIEM, *op. cit.* (nt. 48), p. 592.

di negoziazione dello strumento finanziario; g) la valuta in cui è espresso il prezzo dell'operazione; h) la data prevista di regolamento dell'operazione; i) l'importo totale del contante da consegnare o ricevere; j) l'identificativo del soggetto presso il quale sono detenuti i titoli; k) l'identificativo del soggetto presso il quale è detenuto il contante; l) i nomi e i numeri dei conti titoli o dei conti correnti su cui effettuare l'accredito o l'addebito.⁷⁴ Non solo: l'attribuzione deve anche includere tutte le altre informazioni richieste dall'impresa di investimento al fine di agevolare il regolamento dell'operazione.⁷⁵

In fase di consultazione, alcuni operatori avevano sottolineato l'importanza di rendere obbligatoria la trasmissione dei soli dati strettamente necessari per il regolamento della transazione, onde evitare inutili gravami in capo alle parti e un rischio inutile di *mismatch*:⁷⁶ in questo senso, era stata, tra l'altro, avanzata l'idea di escludere, dalle informazioni necessarie, il tipo di operazione, in quanto ritenuto idoneo ad aumentare il rischio di discrepanza tra i dati trasmessi dalle parti senza essere strettamente indispensabile per il regolamento.⁷⁷ Altri operatori avevano invece proposto di sostituire il requisito dell'invio dei dati "per iscritto" con "machine readable",⁷⁸ in modo da consentire una maggiore automatizzazione dei processi.

In effetti, il c.d. "straight-through processing" ("elaborazione diretta" o "STP"), ossia "l'elaborazione automatizzata end-to-end di operazioni/trasferimenti di pagamento, inclusi, ove pertinenti, il completamento automatizzato della conferma, dell'abbinamento, della generazione, della compensazione e del

⁷⁴ Art. 2, par. 1, c. 1, Regolamento Delegato.

⁷⁵ Art. 2, par. 1, c. 2, Regolamento Delegato.

⁷⁶ NSDA (Norwegian Securities Dealers Association), *Reply form for the Technical Standards under the CSD Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-technical-standards-under-csd-regulation>, 18 dicembre 2014, p. 8.

⁷⁷ BNY MELLON, *Reply form for the Technical Standards under the CSD Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-technical-standards-under-csd-regulation>, 18 dicembre 2014, p. 3.

⁷⁸ AFME, *Reply form for the Technical Standards under the CSD Regulation*, 18 dicembre 2014, p. 5.

regolamento degli ordini”,⁷⁹ costituisce la maggiore risposta (europea, ma a ben vedere globale) al rischio operativo dell’errore umano. Si tratta, in sostanza, della maggiore automatizzazione possibile dei processi di regolamento. In questo senso, il superamento della “manualità” degli operatori costituisce un obiettivo dichiarato da almeno due decenni⁸⁰ e in più occasioni ribadito,⁸¹ anche se gli operatori non mancano di sottolineare che alcuni interventi manuali sono comunque necessari.⁸²

Coerentemente, il Regolamento Delegato stabilisce che i CSD trattano tutte le istruzioni di regolamento in modo automatizzato,⁸³ ma riconosce eccezioni a questa regola, consentendo l’intervento manuale nel processo di regolamento automatico in due casi: i) qualora l’inserimento nel sistema di regolamento titoli dell’istruzione ricevuta sia stato ritardato o modificato, o l’istruzione stessa sia stata modificata al di fuori delle procedure automatizzate; ii) qualora, durante il trattamento delle istruzioni ricevute nel meccanismo di regolamento, venga effettuato un intervento al di fuori delle procedure automatizzate, ad esempio per la gestione di incidenti informatici.⁸⁴ Sempre nell’ottica della massima automatizzazione, i CSD devono fornire ai partecipanti una funzionalità che supporta l’abbinamento in tempo reale continuo e completamente automatizzato

⁷⁹ BCE, *All glossary entries, Straight-Through Processing*, in <https://www.ecb.europa.eu/services/glossary/html/gloss.en.html>. A sua volta, la definizione è tratta, con alcune modifiche, da THE GIOVANNINI GROUP, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, in <https://www.ecb.europa.eu/services/glossary/html/gloss.en.html>, aprile 2003, p. 56.

⁸⁰ BIS, IOSCO, *op. cit.* (nt. 53). Cfr. anche THE GIOVANNINI GROUP, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, in https://finance.ec.europa.eu/publications/giovannini-reports_en, novembre 2001.

⁸¹ BCE, *op. cit.* (nt. 35). Cfr. anche SEBI (Securities and Exchange Board of India), *Straight Through Processing*, in https://www.sebi.gov.in/sebi_data/faqfiles/jan-2017/1485846723481.pdf, gennaio 2017. Cui adde FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (PAYMENTS RISK COMMITTEE), *Best Practices for Payments, Clearing, and Settlement Activities*, aprile 2019.

⁸² EUROCLEAR, *Reply form for the Technical Standards under the CSD Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-technical-standards-under-csd-regulation>, 18 dicembre 2014, p. 8. Nello stesso senso anche CLEARSTREAM, *Reply form for the Technical Standards under the CSD Regulation*, in <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-technical-standards-under-csd-regulation>, 18 dicembre 2014, p. 5.

⁸³ Art. 4, par. 1, Regolamento Delegato.

⁸⁴ Art. 4, par. 3, Regolamento Delegato.

delle istruzioni di regolamento nel corso di ogni giorno lavorativo.⁸⁵ Gli obblighi di automatizzazione, tuttavia, sono previsti solo per i CSD, e non per i clienti (nemmeno professionali). Il Regolamento Delegato dispone infatti che le imprese di investimento debbano fornire ai clienti professionali la *possibilità* di inviare l'attribuzione scritta e la conferma scritta per via elettronica,⁸⁶ mentre tace del tutto, in merito, sui clienti al dettaglio.⁸⁷

Se da un lato è vero che i clienti (professionali, ma soprattutto al dettaglio) non ricadono nello scopo soggettivo tipico del CSDR, dall'altro si può rilevare che la normativa finanziaria unionale sta iniziando a estendere l'ambito della disciplina e della vigilanza pure a soggetti che tradizionalmente ne sarebbero esclusi. Ciò avviene, per esempio, nel Regolamento (UE) 2022/2554 (*Digital Operational Resilience Act* o "DORA"), che, allo scopo di elevare la resilienza operativa digitale nel settore finanziario, include nell'alveo della sorveglianza sovranazionale persino soggetti *non* finanziari, quali i fornitori terzi critici di servizi tecnologici.⁸⁸ Non sembrerebbe, a maggior ragione, irragionevole ipotizzare un assoggettamento diretto dei clienti (almeno professionali) dei CSD all'obbligo di comunicazione automatizzata.

A chiusura della disamina dell'STP, vale la pena di segnalare che l'odierna diffusione di nuove tecnologie, come le *distributed ledger technologies* ("tecnologie a registro distribuito" o "DLT") e l'intelligenza artificiale ("AI"), sembra in grado di elevare, in futuro, gli *standard* di adeguatezza dell'automatizzazione che i CSD devono osservare, anche in virtù della dimostrata, sia pure sul piano più teorico che

⁸⁵ Art. 5, par. 1, Regolamento Delegato.

⁸⁶ Art. 2, par. 1, c. 4, Regolamento Delegato.

⁸⁷ La sola disposizione dedicata ai clienti al dettaglio è l'art. 3, ai sensi del quale "[I]e imprese di investimento richiedono ai clienti al dettaglio di inviare loro tutte le pertinenti informazioni di regolamento per le operazioni di cui all'articolo 5, paragrafo 1, del [CSDR] entro le ore 12:00 CET del giorno lavorativo successivo a quello in cui l'operazione ha avuto luogo nella zona di fuso orario dell'impresa di investimento, a meno che il cliente in questione detenga gli strumenti finanziari e il contante presso la stessa impresa di investimento".

⁸⁸ Cfr. art. 31, DORA.

pratico, applicabilità di tali tecnologie all'industria post-negoziante.⁸⁹

Un ulteriore metodo di riduzione dei mancati regolamenti è l'introduzione di "livelli di tolleranza". Il livello di tolleranza rappresenta la differenza massima tra gli importi di regolamento in due istruzioni di regolamento corrispondenti che consentirebbe comunque l'abbinamento.⁹⁰ In sostanza, qualora due istruzioni con riferimenti corrispondenti indichino un valore leggermente diverso (fino a EUR 2,00 per gli importi fino a EUR 100.000,00 e fino a EUR 25,00 per gli importi superiori),⁹¹ vengono comunque abbinate in sede di regolamento. In ogni caso, il Regolamento Delegato prescrive la già menzionata regola del riciclaggio delle istruzioni che hanno originato mancati regolamenti.⁹²

Infine, una misura fondamentale per la prevenzione dei mancati regolamenti è il regolamento parziale. Il Regolamento Delegato prescrive laconicamente che i CSD devono consentire l'esecuzione parziale delle istruzioni di regolamento.⁹³ Per "esecuzione parziale" si intende che, qualora si verifichi una causa di mancato regolamento, il CSD deve regolare la transazione per quanto possibile, ossia per la maggior quantità di contante o di titoli a disposizione.⁹⁴ Vi sono due tipi di regolamento parziale. In primo luogo, il *partial settlement* in senso proprio, che consiste nel regolamento di un'unica istruzione in più fasi, fino al completo

⁸⁹ Sulla DLT i riferimenti sono già numerosi: *ex multis*, cfr. BIS, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement. An analytical framework*, in <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>, febbraio 2017; PRIEM, *Distributed ledger technology for securities clearing and settlement: benefits, risks, and regulatory implications*, in *Financial Innovation*, vol. 6, n. 11, 2020; ZETZSCHE-ANKER-SØRENSEN-PASSADOR-WEHRLI, *DLT-based enhancement of cross-border payment efficiency – a legal and regulatory perspective*, in *Law and Financial Markets Review*, vol. 15, 2021, p. 70. Per recenti applicazioni, v. BCE, *First DLT-related experiment for settlement in central bank money successfully completed*, in <https://www.ecb.europa.eu/press/intro/news/html/ecb.mipnews240514.en.html>, 14 maggio 2024. Sull'AI, cfr. DEUTSCHE BANK, *Unleashing the potential of AI in securities services*, in https://corporates.db.com/files/documents/publications/DB_AI-Securities-Services_24pp_Web.pdf, giugno 2021.

⁹⁰ Art. 6, par. 2, Regolamento Delegato.

⁹¹ Art. 6, par. 3, Regolamento Delegato.

⁹² Art. 9, Regolamento Delegato.

⁹³ Art. 10, Regolamento Delegato.

⁹⁴ Sul punto, cfr. BCE (MARKET INFRASTRUCTURE DEVELOPMENT DIVISION), *Insights on Partial Settlement*, in https://www.ecb.europa.eu/paym/target/target-professional-use-documents-links/t2s/shared/pdf/insights_on_partial_settlement.pdf, 21 aprile 2021.

regolamento dell'istruzione originale. Per questo tipo di regolamento, viene mantenuta l'istruzione iniziale e viene confermato il regolamento sulle porzioni della quantità e dell'importo originali.⁹⁵

In secondo luogo, vi è il c.d. “*split settlement*”, i.e. la sostituzione dell'istruzione esistente con due o più diverse istruzioni. In questo caso, la prima istruzione viene annullata, mentre ciascuna delle nuove è dotata di una propria identificazione univoca, pur mantenendo un riferimento all'istruzione originale; le transazioni così generate vengono in seguito regolate o ulteriormente suddivise per facilitare il regolamento.⁹⁶ Il regolamento parziale può essere concordato dalle parti (“regolamento parziale manuale”),⁹⁷ oppure essere disposto automaticamente dal CSD (“regolamento parziale automatico” o “*auto-partialling*”).⁹⁸ L'accettazione di un regolamento parziale automatico è facoltativa per le parti, ma viene spesso caldeggiata dagli operatori in quanto riduce le conseguenze negative di un mancato regolamento.⁹⁹

Per quanto la predisposizione di un sistema di regolamento parziale sia, in via generale, obbligatoria, lo stesso Regolamento Delegato dispone che il CSD può derogarvi se il valore e la percentuale dei mancati regolamenti non superano certe soglie.¹⁰⁰

L'utilizzo del regolamento parziale sembra avere impatti positivi sulla *settlement efficiency* e la sua rilevanza è in costante aumento. Nel CSD svedese Euroclear Sweden, dal 2020 al 2023 la percentuale del valore delle operazioni

⁹⁵ SMPG (Securities Market Practice Group), *Partial settlement Market Practice*, 9 aprile 2021, p. 4.

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ AFME, *Recommendations for Partial Settlement*, in <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Recommendations%20for%20Partial%20Settlement.pdf>, 5 marzo 2020, p. 2.

⁹⁸ WESTPHAL, *op. cit.* (nt. 38).

⁹⁹ ICMA ERCC (European Repo and Collateral Council), *A Guide to Best Practice in the European Repo Market*, in <https://www.icmagroup.org/assets/ERCC-Guide-to-Best-Practice-March-2022.pdf>, marzo 2022, p. 36.

¹⁰⁰ In particolare, il valore dei mancati regolamenti non deve superare EUR 2,5 miliardi l'anno e la percentuale di mancati regolamenti, basata sul numero di istruzioni di regolamento o sul valore delle istruzioni di regolamento, deve essere inferiore allo 0,5% l'anno (art. 12, Regolamento Delegato).

regolate parzialmente è aumentata dall'1% al 9%.¹⁰¹

Come anticipato, nel 2020 l'ESMA ha ulteriormente dettagliato le misure di prevenzione dei mancati regolamenti poste in capo alle imprese di investimento con la pubblicazione degli Orientamenti, che constano, nella sostanza, di quattro linee guida.

Il primo orientamento stabilisce, anzitutto, che quando due imprese di investimento sono impegnate in una stessa operazione su strumenti finanziari non derivati,¹⁰² occorre analizzare il ruolo di ciascuna di esse nell'operazione in questione, allo scopo di individuare quale delle due debba essere considerata l'impresa di investimento e quale debba essere considerata il cliente ai fini dell'applicazione dei requisiti dettati. Questa disposizione si riferisce alla circostanza in cui un'impresa di investimento si rivolge ad un'altra impresa di investimento per svolgere una transazione sul mercato. Si pensi, per esempio, al caso in cui la prima impresa di investimento sia autorizzata alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, ma non all'esecuzione di ordini, e debba quindi rifarsi, ai fini del completamento dell'operazione, ad altra impresa di investimento che può validamente svolgere quest'ultima attività.

In una simile fattispecie, la prima impresa di investimento rappresenta il cliente professionale, mentre la seconda assume il ruolo di impresa di investimento ai fini della normativa in esame: seguono a queste classificazioni i rispettivi obblighi dettati dalla disciplina. Il primo orientamento specifica, inoltre, che un cliente qualificato come professionale ai sensi dell'Allegato II, Sez. II, della Direttiva 2014/65/UE ("MiFID II"), che sia coinvolto in una transazione su strumenti non derivati, è tale anche ai sensi del CSDR (e della connessa normativa di secondo livello), pure se l'impresa di investimento impegnata nella stessa operazione lo ha

¹⁰¹ V. O'SHEA, *Capital Markets Trends in the Nordics - Harmonising While Retaining Local Expertise*, Firebrand Research – Broadridge, in https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-capital-markets-trends-in-the-nordics.pdf, febbraio 2024, p. 7.

¹⁰² In questo caso, l'esclusione degli strumenti derivati dipende dalla normativa di primo livello.

classificato come controparte qualificata o come cliente non professionale. Valgono, in ogni caso, le esclusioni dalla categoria dei clienti professionali dettate dalla MiFID II.¹⁰³ Queste disposizioni sono da osservare con favore, in quanto vocate alla coerenza della disciplina di settore con il resto della regolamentazione finanziaria.

Il secondo orientamento dispone semplicemente che i requisiti in materia di misure preventive per i mancati regolamenti posti dall'art. 6, par. 2, CSDR in capo alle imprese di investimento si dovrebbero applicare nel caso di operazioni su strumenti finanziari, ancora una volta, non derivati, risolvendo l'ambiguità che il silenzio del CSDR creava sul punto.

Il terzo orientamento invita le imprese di investimento a concordare con i propri clienti professionali le procedure di comunicazione e i protocolli di messaggistica per attuare le misure volte a limitare il numero di mancati regolamenti. Tali comunicazioni possono, secondo l'ESMA, avvenire in tre modi. Anzitutto, il cliente professionale può inviare per iscritto all'impresa di investimento sia una conferma, sia l'attribuzione, come sopra descritta.

In secondo luogo, qualora la conferma scritta sia inclusa nell'attribuzione scritta, l'impresa di investimento e il cliente professionale possono concordare che la conferma delle condizioni sia allegata all'attribuzione o si possa dedurre dall'invio dell'attribuzione corrispondente a tale operazione. Infine, è pure possibile che non venga inviata per iscritto alcuna conferma o attribuzione. A questa facoltà apre già il Regolamento Delegato,¹⁰⁴ secondo cui se l'impresa di investimento riceve le informazioni di regolamento necessarie in anticipo rispetto ai termini fissati dallo stesso Regolamento,¹⁰⁵ essa può concordare *per iscritto* con i clienti professionali che non è necessario trasmettere l'attribuzione e la conferma scritte pertinenti.

¹⁰³ Cfr., per esempio, le persone esenti ex art. 2, MiFID II.

¹⁰⁴ Art. 2, par. 3, Regolamento Delegato.

¹⁰⁵ Cfr. art. 2, par. 2, Regolamento Delegato.

Tuttavia, il Regolamento Delegato non dettaglia la modalità alternativa di comunicazione delle informazioni sull'operazione.

A questo proposito, l'ESMA specifica che è possibile trasmetterle *anche oralmente*, oltre che attraverso sistemi che consentano all'impresa di investimento l'accesso alle informazioni pertinenti (ad esempio, mediante l'accesso a una banca dati centralizzata), purché l'impresa di investimento garantisca di aver ricevuto anticipatamente tali informazioni.¹⁰⁶ Questa disposizione, pensata per alleggerire i processi di regolamento, è criticabile, in quanto idonea ad aumentare la probabilità di concretizzazione dei rischi operativi, a fronte di vantaggi, in termini di efficienza, non particolarmente significativi. Infatti, una comunicazione orale è indubbiamente più esposta al rischio di inesatta trasmissione dei dati rispetto alla forma scritta.

Sarebbe stato, quindi, preferibile mantenere il requisito della forma scritta per la conferma e l'attribuzione, in modo da minimizzare le possibilità di errori di comunicazione. Le conseguenze della tardiva o mancata comunicazione all'impresa di investimento dell'attribuzione e della conferma scritte (o di una parte delle informazioni richieste negli Orientamenti) non sono trattate né nel CSDR, né nel Regolamento Delegato. L'ESMA, dunque, invita imprese di investimento e clienti professionali a definirle all'interno del proprio accordo contrattuale. Questa scelta è da guardarsi con favore: la già robusta disciplina relativa alle misure di gestione dei mancati regolamenti¹⁰⁷ (e in particolare alle sanzioni) consente di lasciare una maggiore libertà negoziale alle parti.

Infine, l'ultimo orientamento afferma che il requisito dell'invio delle informazioni *per iscritto* previsto, in via generale, dal Regolamento Delegato deve essere interpretato nel senso di ritenere accettabile qualsiasi procedura di trasmissione che consenta la comunicazione scritta tramite posta elettronica, fax o mezzi elettronici. Esso aggiunge che, nel caso in cui si utilizzino mezzi elettronici,

¹⁰⁶ Art. 2, par. 1, cc. 1 e 2, Regolamento Delegato, descritti *supra*.

¹⁰⁷ Cfr. art. 7, CSDR, e connessa normativa di secondo livello.

l'impresa di investimento dovrebbe offrire ai propri clienti professionali la possibilità di impiegare procedure e norme di comunicazione internazionali aperte per la messaggistica e i dati di riferimento come definite dal CSDR, allo scopo di uniformare le comunicazioni. Il CSDR definisce le procedure e norme di comunicazione internazionali aperte come “norme relative alle procedure di comunicazione accettate a livello internazionale, quali i formati dei messaggi e la rappresentazione dei dati standardizzati, disponibili per i soggetti interessati su base equa, aperta e non discriminatoria”.¹⁰⁸ Vi sono due eccezioni a questa regola: i) se tali norme accettate a livello internazionale non sono “disponibili per i soggetti interessati su base equa, aperta e non discriminatoria” o non esistono, fino a quando non saranno disponibili norme internazionali; e ii) se l'uso di norme accettate a livello internazionale non permette di “limitare i mancati regolamenti” per un'impresa di investimento e i suoi clienti professionali, qualora tale inefficienza sia dimostrabile.

Se da un lato sembra oltremodo improbabile che l'adozione di forme di comunicazione standardizzate possa impedire la limitazione dei mancati regolamenti, è invece opportuna la prima eccezione, in particolare ove rileva il rischio di discriminazione. Per un operatore di dimensioni ridotte, un obbligo inderogabile di adozione di norme di comunicazione internazionali aperte potrebbe comportare costi e oneri eccessivi, tali da minarne la competitività e causare, in concreto, una discriminazione rispetto agli operatori più strutturati.

Con l'analisi degli Orientamenti, si conclude il quadro normativo europeo per la prevenzione dei mancati regolamenti.

5. A seguito di un'introduzione al problema, sono stati analizzati alcuni dati relativi alla frequenza e alla portata dei mancati regolamenti in Europa. È emerso che la percentuale di transazioni che incorrono in un *settlement fail* è ridotta, ma

¹⁰⁸ Art. 2, par. 1, n. 34, CSDR.

non trascurabile, e tende ad aumentare in concomitanza con crisi economiche, politiche o sociali. La grande maggioranza delle transazioni non regolate alla data prevista viene regolata nel periodo di riciclaggio.

Sono poi state valutate le cause che possono determinare un *settlement fail*. Tra queste, si ricordano il *principal risk*, scongiurabile tramite il DvP; i rischi operativi, che possono dipendere dalle parti della transazione, dal CSD o da forza maggiore; il blocco dell'ISIN da parte di un'autorità alla presenza di esigenze di tutela degli investitori o del mercato; la volontà di una parte che agisce egoisticamente, quando il costo dell'inadempimento è inferiore al costo di adempimento; e la "catena" di mancati regolamenti. In seguito, sono state esaminate le possibili conseguenze di un mancato regolamento: il rischio di controparte, il rischio di liquidità e il rischio del costo di sostituzione, soprattutto nel FoP; la generazione di altri mancati regolamenti; l'aumento del c.d. *bid-ask spread*; l'aumento dei costi del lavoro e il peggioramento delle relazioni con i clienti.

Da ultimo, sono state criticamente esaminate le misure unionali di prevenzione dei mancati regolamenti. Anzitutto, si è notato che il legislatore prescrive, in via generale, l'utilizzo del DvP, per quanto il FoP sia ancora utilizzato, in virtù dei benefici che reca in termini di efficienza. Dunque, è stata analizzata la norma di riferimento a livello unionale, ossia l'art. 6 CSDR. Esso pone obblighi in capo alle sedi di negoziazione, ai CSD e alle imprese di investimento coinvolte nell'operazione, con i pregi e i limiti sopra individuati.

Tra questi, merita menzione la questione relativa alla tendenziale esclusione degli strumenti finanziari derivati dalla normativa in esame. In seguito, sono state indagate le disposizioni contenute nel Regolamento Delegato, con i requisiti del trattamento automatizzato delle istruzioni di regolamento, della trasmissione delle informazioni *per iscritto* – salva la problematica apertura alle comunicazioni orali –, dei livelli di tolleranza e del regolamento parziale. Infine, è stato vagliato il contenuto degli Orientamenti, che delineano – non senza criticità – i dettagli di

alcuni doveri gravanti sulle imprese di investimento.

Riccardo Canossa

*Dottorando di ricerca in Diritto dell'impresa
nell'Università Bocconi di Milano*

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

CONSIGLIO DI STATO

SENTENZA, SEZ. VI, 11 APRILE 2025, N. 3106

(Omissis)

1. La presente controversia origina dagli accertamenti ispettivi svolti dall'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (di seguito IVASS o Autorità) dal 18 dicembre 2019 al 24 luglio 2020 a carico della Società C. (di seguito Compagnia) mirati dapprima alla valutazione degli assetti di *governance* e al funzionamento del sistema monistico e successivamente estesi alla valutazione dei rischi immobiliari di gruppo. (Omissis)

IVASS, ritenuto che le descritte condotte violassero sotto plurimi profili la disciplina di settore e che dette violazioni fossero «*conseguenza della violazione dei doveri che fanno capo agli organi amministrativo e di controllo*», con atto del 21 gennaio 2021 contestava ex artt. 311 sexies e 311 septies del CAP al dott. (Omissis) nella qualità «*di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente dei Comitati per le Nomine e per il Governo Societario e la Sostenibilità*» la violazione: «degli artt. 30 e 30 quater del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 e degli artt. 4, 5, 9 e 10 del regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018»; «degli artt. 30 bis e 30 ter del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 e degli artt. 4, 5 e 6 del regolamento IVASS n. 32 del 9 novembre 2016 e degli artt. 5, 17, 18 e 19 del regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018»; «degli artt. 30 e 30 quater del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 e dell'art. 8 del regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018».

All'esito del contraddittorio procedimentale IVASS, rilevato:

- «*in seno al CdA, l'approvazione delle deliberazioni dell'Organo amministrativo sulla base di informazioni spesso mancanti o incomplete, trascurando il dovere di garantire la necessaria coerenza tra i rischi assunti dall'impresa e il suo fabbisogno di solvibilità globale, nonché di valutare compiutamente i profili di*

rischio/rendimento relativi a talune rilevanti decisioni di business»;

- «in qualità di Presidente del CdA, la violazione dei propri doveri di garante del buon funzionamento dell'Organo, alterando il processo di formazione delle decisioni consiliari che, per la loro opacità, hanno pregiudicato l'assunzione di decisioni informate;»

- «in qualità di Presidente dei Comitati per il Governo Societario e la Sostenibilità e per le Nomine, la violazione del dovere di promuovere l'effettivo funzionamento del sistema di governo societario e il corretto bilanciamento dei poteri, contribuendo alla formulazione di proposte elusive dei principi dello Statuto e non in linea con la normativa interna e la miglior prassi di settore».

Con provvedimento del 22 dicembre 2022, ingiungeva al dott. (Omissis) di *«pagare quale sanzione amministrativa pecuniaria, prevista dall'art. 311-sexies, comma 1, del CAP. per le violazioni accertate, la somma di euro (Omissis)».*

2. Il dott. (Omissis) (che provvedeva al pagamento della sanzione), premesso che le condotte contestate afferivano a due distinte fattispecie:

Fattispecie A) - Asserito mancato esercizio da parte del CdA delle proprie prerogative finalizzate al perseguimento degli obiettivi del sistema di governo societario;

Fattispecie B) - Asserito insufficiente presidio da parte del CdA al fine di garantire la necessaria coerenza tra i rischi assunti dall'impresa e il suo fabbisogno di solvibilità globale e l'adeguatezza anche prospettica dei fondi propri;

impugnava la sanzione dinanzi al Tar per il Lazio con ricorso iscritto al n. 3887/2023.

Il Tar disattendeva le richiamate censure respingendo il ricorso con sentenza n. (Omissis) del 12 maggio 2023 (Omissis).

3. Il dott. (Omissis) impugnava l'esito di primo grado (Omissis).

4. Come evidenziato l'accertamento ispettivo svolto dall'Autorità sfociava nell'applicazione di sanzioni, oltre che a carico dei singoli componenti degli organi di amministrazione e di controllo, prima ancora a carico della Compagnia che, tuttavia non impugnava il provvedimento emesso nei suoi confronti.

L'acquiescenza prestata dalla Compagnia – nella nuova *governance* subentrata a quella in carica all'epoca dei fatti di causa – è tuttavia priva di impatto, ovvero costituisce un fatto relativamente neutro, in ordine all'accertamento di eventuali responsabilità in capo anche ai singoli membri dei citati organi che, nello schema delineato dall'art. 311 sexies, rispondono per una condotta propria e la cui responsabilità è di tipo personale. (Omissis)

6. Con il secondo e terzo motivo, la sentenza del TAR viene censurata sostenendo che il giudice di prime cure si sarebbe pronunciato prescindendo da un concreto accertamento delle condotte individuali sanzionate e della loro incidenza sulle dinamiche societarie e, in particolare, sulla solidità della compagnia, omettendo una approfondita disamina della documentazione prodotta a sostegno della affermata illegittimità della sanzione. (Omissis)

7. Quanto al capo d'impugnazione II (Fattispecie A) sono contestati, come anticipato, i Rilievi n. 2, 3, 4A e 4B.

Con il Rilevo n. 2 si sostiene che le già descritte carenze in materia di governo dei rischi trovassero origine nella scarsa funzionalità dell'organo di amministrazione che avrebbe abdicato alle proprie funzioni di indirizzo, gestione e controllo aderendo senza un vaglio critico alle iniziative del Presidente le cui decisioni venivano avallate passivamente.

Al CdA è contestato:

- il frequente ricorso a deliberazioni «*seduta stante*», su argomenti non sempre

presenti nell'ordine del giorno, adottate sovente all'unanimità sulla base sommarie informative del Presidente rese conoscibili a volte solo in corso di seduta, anche riguardanti decisioni «*cruciali*» (omissis);

- il mancato approfondimento in merito alle deliberazioni dei comitati consultivi endoconsiliari (quando richiesti) in merito ai quali è rilevato come venisse preso atto dei punti dell'ordine del giorno senza esame dei relativi verbali e delle motivazioni poste a base delle proposte formulate (criticità aumentate a seguito dell'adozione del sistema monistico con accentramento nel CdA delle funzioni del Comitato esecutivo) contestando per tale ragione l'assenza di iniziative per limitare la prassi del Presidente di fornire il materiale informativo necessario per deliberare «*direttamente in riunione*»;

- mancanza di iniziative per stigmatizzare i ritardi nella verbalizzazione delle sedute e per indurre il Presidente a riferire in merito ai conflitti di interesse «*a lui riferiti*» forieri di rischi reputazionali.

Il rilievo di IVASS trova conferma negli atti di causa.

Non è controverso infatti che, tante volte, il CdA fosse chiamato ad esprimersi in assenza di una preventiva informativa in merito ai temi oggetto di discussione e tale criticità non può considerarsi neutralizzata dall'ampio e prolungato dibattito documentato dai verbali di riunione depositati che non smentiscono di per sé l'addebito.

Deve quindi convenirsi con il Tar laddove stigmatizza la genericità, molto spesso, dell'ordine del giorno delle sedute consiliari e l'assenza di una preventiva informativa prevista tanto dall'art. 2381 c.c. quanto dall'art. 5, comma 8, lett. b) del Regolamento n. 38/2018, rilevante a maggior ragione quando il CdA è chiamato a deliberare in ordine a questioni di grande impatto (es. revoca dell'A.D.) che

richiedono un preventivo approfondimento dei temi oggetto di discussione.

È infatti innegabile che ciò possa determinare l'assunzione di decisioni non consapevoli, non pienamente meditate favorendo l'appiattimento dei deliberanti sulle posizioni del Presidente.

Circa lo specifico profilo nessun rilievo assumono, a giustificazione della tardiva informativa, le allegate esigenze di riservatezza posto che il riserbo in merito alle attività consiliari integra un dovere proprio della carica che incombe su tutti i consiglieri di amministrazione.

Pacifica e non smentita è anche la contestata tardività delle verbalizzazioni delle sedute del CdA integrante un'oggettiva violazione di consolidate prassi organizzative. (Omissis)

Con il Rilievo n. 3 vengono contestati i medesimi fatti e circostanze del Rilievo n. 2, ma ripresi nella diversa angolazione delle modalità con cui il Presidente esercitava le proprie funzioni.

(Omissis)

Per quanto riguarda la doppia Presidenza di CdA e CN viene confermato l'assunto del primo giudice che ciò prova una carenza dialettica tra Consiglio e Comitato, confermato da mancanze nella corretta dialettica intraconsiliare e dall'accentramento in capo al Presidente di funzioni operative.

(Omissis) Quanto all'interlocuzione tra il Presidente (Omissis) con il Segretario e con i Vicepresidenti, al fatto che condividesse con loro in anticipo alcune informazioni, potrebbe ritenersi una pratica legittima e funzionale a una migliore preparazione dei lavori del Consiglio, a condizione però di assicurare anche a tutti gli altri componenti uno spazio di conoscenza sufficientemente congruo, ai fini di una loro deliberazione consapevole (omissis).

Con il Rilievo n. 4A è contestato al CGS la sua scarsa funzionalità, sia per quanto riguarda il ruolo, sia per quanto riguarda il funzionamento, carenze nel vaglio sull'equilibrio dell'assetto di governo societario e nelle motivazioni a supporto della scelta di passare al sistema monistico, le valutazioni in merito all'abolizione del Comitato Esecutivo e all'avocazione delle sue deleghe in capo al Consiglio, la parallela (e criticata) presidenza di CdA e CN.

Le censure dell'appellante non hanno pregio. Risulta invece convincente la deduzione nel rapporto ispettivo che il CGS non abbia tenuto conto degli impatti del nuovo sistema sui carichi di lavoro del CdA, una volta assorbite le competenze del Comitato Esecutivo. I rispettivi verbali danno atto genericamente del fatto che il Comitato si era soffermato a valutare il nuovo modello soltanto in termini di «razionalizzazione ed efficienza dell'azione degli organi societari» nonché i connessi adeguamenti statutari. Anche la decisione di non accogliere la raccomandazione di IVASS di assegnare la Presidenza del CN ad un consigliere indipendente anziché al Presidente del CdA (delibera CGS del 30.10.2018) risulta solo genericamente motivata, nonostante il Regolamento del CGS prevedesse «di promuovere opportune iniziative volte ad un aggiornamento delle tematiche di governo societario anche sulla base delle indicazioni delle Autorità e della migliore prassi».

Orbene, l'appellante si difende sostenendo che mancherebbe una norma di legge in merito, che la raccomandazione di IVASS non fosse vincolante, che le motivazioni a base della decisione fosse stata esaustiva, ma ciò non è convincente alla luce dell'evidente genericità delle deduzioni che non riescono a confutare l'elemento centrale della contestazione di IVASS. A fronte di una raccomandazione espressa e di un'espressa previsione regolamentare sarebbe stato necessario specificare le ragioni e i motivi di opportunità che consentivano di discostarsene. (Omissis).

Con il Rilievo n. 4B infine viene contestata la scarsa funzionalità del CN. Più in particolare viene rilevata l'interferenza nel processo di selezione dei candidati.

Anche su questo punto le doglianze dell'appellante non sono condivisibili, dovendosi confermare la gravità delle criticità accertate da IVASS per quanto riguarda la mancata adozione delle linee guida per l'individuazione e la selezione dei candidati da proporre quali amministratori (di fatto rimessa all'arbitrio dei membri del Comitato). Emerge, piuttosto, il ruolo operativo del Presidente (Omissis) nel procedimento di raccolta e selezione dei curricula dei candidati inviati alla società *R.R.*, senza la preventiva approvazione da parte degli altri membri del Comitato (verbale del 12.3.2019 e del 17.3.2019).

(Omissis)

8. Quanto al capo d'impugnazione III (Fattispecie B), con il Rilievo n. 1 è contestato al CdA di non aver improntato la propria azione a canoni di sana e prudente gestione ponendo in essere condotte (che inducevano a prospettare la possibilità di procedere ad un aumento di capitale pari a € 500.000.000,00 con superamento della forma cooperativa e trasformazione dell'ente in S.p.A.) che esponevano la Compagnia a rischio di solvibilità nonché a rischi legali e reputazionali (Omissis).

Quanto al Rilievo 1.A, non emerge in modo evidente il rilevato immobilismo (quanto meno nei termini contestati) dell'organo di amministrazione in presenza di una situazione sicuramente critica ma meno allarmante di quanto prospettato, rilevata e affrontata predisponendo misure, frutto anche di una dialettica mai interrotta con l'Autorità, che si mostravano nel tempo sufficientemente efficaci.

Ciò emerge dall'analisi dei verbali del CdA con particolare riferimento alla reazione della Compagnia a fronte dei rischi di solvibilità palesati dall'andamento del *Solvency Ratio*.

(Omissis) La disamina di quanto sinteticamente illustrato contrasta con il contestato immobilismo del CdA (nei termini di cui al provvedimento impugnato) e comprova che le criticità legate all'andamento negativo del *Solvency Ratio* erano quanto meno monitorate e oggetto di approfondito dibattito.

Sotto altro profilo, trova altresì conferma la tesi difensiva dell'appellante per la quale il preteso aumento di capitale (peraltro auspicato da IVASS nell'importo già considerato dalla Compagnia), nei termini e soprattutto nei tempi indicati dall'Autorità, integrava una misura sovradimensionata rispetto all'esigenze (Omissis).

Con il Rilievo n. 7 è contestato al CdA il non oculato svolgimento del ruolo di indirizzo e monitoraggio delle attività svolte dalle controllate CBI e CA nonostante le perdite registrate.

(Omissis) In altri termini viene riconosciuta la responsabilità degli organi sociali sulla base del solo suesposto dato negativo in assenza di una valutazione circa la concreta inadeguatezza delle scelte operate, peraltro non richiamate, e senza considerazione alcuna, in punto di gravità, del minimo impatto della perdita sulla complessiva solidità del Compagnia (omissis).

Con il Rilievo n. 8 costituivano oggetto di contestazione gli investimenti nelle Società H-F. S.p.A. (omissis) e nella Società H-C. (Omissis) Anche in questo caso il giudizio circa l'operato del CdA è desunto dalla sola esistenza delle criticità rilevate senza menzione alcuna delle condotte in concreto violative dei richiamati canoni di prudenza.

Né si ha evidenza in atti di un superficiale approccio da parte del CdA al tema. (Omissis)

9. Deve in conclusione ritenersi la legittimità delle contestazioni e delle violazioni

accertate da IVASS nei limiti sopra specificati, ovvero solo in parte (e cioè per quanto concerne quelle riconducibili alla cd. fattispecie A), rilevando come il fondamento, nei suesposti sensi, di talune delle censure oggetto dell'appello – quelle riferite invece alle violazioni ricondotte alla cd. fattispecie B) – renda necessario, in ultima analisi, rinnovare il giudizio sulla «rilevanza» delle violazioni effettivamente rimaste immuni dai vizi di legittimità qui riscontrati.

Si tratta quindi di verificare se le violazioni che residuano, che attengono per lo più alle modalità di funzionamento degli organi dell'impresa e più in generale al profilo dell'organizzazione dei processi decisionali, raggiungano da sole un grado di rilevanza tale da giustificare la comminazione della sanzione a carico del singolo esponente aziendale appellante, tenuto conto del suo coinvolgimento personale nell'esercitare la carica che ricopriva all'epoca dei fatti. Con la precisazione che il giudizio da compiere non attiene solo alla misura della sanzione, sulla quale questo giudice è investito di una giurisdizione di merito, ma alla motivata definizione e individuazione dell'illecito che precede l'applicazione e il dosaggio della sanzione, calibrato sulla responsabilità del singolo esponente.

Benché dagli atti di causa emerga il ruolo apparentemente più che rilevante, si direbbe determinante, dell'odierno appellante – sia per la carica formale rivestita, sia per la lunga durata del suo incarico e per la rete di rapporti maturati nel tempo – non di meno la possibilità per gli altri componenti di neutralizzarne l'operato ove difforme dal parametro legale, ovvero di ricondurlo ad un canone di maggiore diligenza e trasparenza, facendo leva in particolare sul principio di collegialità e sul suo carattere imperativo, suggerisce al Collegio di rimettere all'IVASS, anche per detta figura, il compito di rinnovare l'apprezzamento (comparativo) sulla rilevanza in concreto di quanto emerso con riferimento alle condotte riconducibili alla cd.

fattispecie A. (Omissis)

10. Per quanto precede l'appello deve essere accolto in parte e, per l'effetto, il provvedimento va annullato per le ragioni appena chiarite. Resta salva la rinnovazione del procedimento sanzionatorio da parte di IVASS, ora per allora (e dunque senza che vi osti alcuna decadenza), secondo i criteri che si sono chiariti. (Omissis).

**CORPORATE GOVERNANCE, BUSINESS JUDGMENT RULE ED
ESTENSIONE DELLE SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE
AGLI AMMINISTRATORI DI IMPRESE ASSICURATIVE ***

*(Corporate governance, business judgment rule
and the imposition of administrative pecuniary sanctions
on directors of insurance companies)*

ABSTRACT: *La nota analizza la sentenza del Consiglio di Stato n. 3106/2025, che interviene sul provvedimento sanzionatorio emesso da IVASS nei confronti del presidente del consiglio di amministrazione di una compagnia assicurativa, a seguito di rilievi ispettivi in materia di governance e gestione del rischio. Il Consiglio di Stato distingue tra le carenze organizzative (fattispecie A) e la condotta gestoria in tema di solvibilità (fattispecie B), annullando la sanzione solo in parte. Particolare attenzione è rivolta alla responsabilità personale degli amministratori ai sensi dell'art. 311-sexies CAP e al principio di collegialità quale contrappeso interno. La pronuncia conferma l'inapplicabilità di sanzioni in assenza di condotte individuali rilevanti e valorizza la business judgment rule quale limite al sindacato nel merito. La decisione rappresenta un significativo sviluppo nel sistema di enforcement della vigilanza assicurativa, riflettendo l'approccio principle-based di Solvency II.*

This note examines Council of State ruling no. 3106/2025, concerning an IVASS sanction against the chairman of an insurance company's board following findings on governance and risk oversight. The court distinguishes between organizational shortcomings ("case A") and risk/solvency management conduct ("case B"), annulling the sanction in part. It focuses on directors' individual liability under Article 311-sexies of the Insurance Code and considers collegiality a mitigating

* Contributo approvato dai revisori.

factor. The judgment reaffirms that sanctions require evidence of personal misconduct and endorses the business judgment rule as a limit to substantive review. The decision marks a key evolution in insurance supervisory enforcement, consistent with Solvency II's principle-based regulatory framework.

SOMMARIO: 1. La pronuncia. – 2. Le carenze nel funzionamento del governo societario alla luce del *framework* delineato da *Solvency II*. – 3. Il bilanciamento di poteri all'interno del c.d.a. e la figura del presidente. – 4. La sindacabilità delle scelte gestorie nelle imprese assicurative. – 5. Le sanzioni pecuniarie nei confronti degli amministratori di imprese assicurative: presupposti, rilevanza della violazione, contributo individuale dell'esponente (e degli altri componenti del *board*).

1. A seguito di accertamenti ispettivi condotti nei confronti di una società assicurativa (di seguito: "Compagnia"), originariamente indirizzati alla verifica degli assetti di *governance* e del funzionamento del sistema monistico e successivamente estesi alla valutazione dei rischi immobiliari di gruppo (di cui la Compagnia stessa era controllante), l'IVASS ha rilevato talune criticità, tali da configurare la violazione delle disposizioni di rango primario e secondario dettate in materia di governo societario.

Dette contestazioni hanno condotto alla comminazione di sanzioni amministrative pecuniarie, che sono state estese anche ad alcuni esponenti aziendali, compreso il presidente del c.d.a.

Il provvedimento oggetto della decisione in commento rappresenta una delle prime applicazioni in ambito assicurativo del disposto di cui al primo comma dell'art. 311-*sexies* c.a.p., come introdotto, in sede di recepimento della Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa, per mezzo dell'art. 1, co. 54 ss., del d.lgs. n. 68 del 21 maggio 2018.

La pronuncia offre un utile spunto per la formulazione di alcune riflessioni in

materia di *corporate governance* delle imprese assicurative¹ e di estensione del perimetro di valutazione delle condotte degli amministratori da parte dell’Autorità di vigilanza, prima, e del giudice amministrativo,² poi.

2. Ai fini che qui occupano, appare essenziale anzitutto l’analisi delle numerose contestazioni mosse dall’IVASS – e confermate dal giudice di prime cure – nei confronti della Compagnia e di alcuni suoi esponenti. Queste possono essere suddivise, secondo una ripartizione fatta propria dallo stesso Consiglio di Stato, in due macro-insiemi: nel primo (“fattispecie A”), trovano spazio le censure relative all’inerzia del c.d.a. dinanzi a carenze in materia di governo societario attinenti al buon funzionamento del consiglio di amministrazione e dei comitati endoconsiliari, nonché al bilanciamento dei poteri attribuiti ai componenti dell’organo gestorio; nel secondo (“fattispecie B”) sono ricomprese le contestazioni concernenti l’operato dell’organo consiliare, che non avrebbe adeguatamente presidiato il rapporto tra rischi assunti dall’impresa e fabbisogno di solvibilità globale, mancando in via generale di improntare la propria azione ai canoni della sana e prudente gestione, così come sancito ai sensi dell’art. 30 c.a.p.

In via preliminare, giova osservare che all’interno della pronuncia sono puntualmente passate in rassegna, limitatamente ai profili oggetto di contestazione, le condotte rilevanti poste in essere dal c.d.a. e dai suoi componenti. Sotto questo aspetto, il Consiglio di Stato si discosta dall’operato del giudice di

¹ Sul ruolo del diritto (e delle fonti cc.dd. *soft*) nella definizione di un «sistema di regole che, nel delineare la *governance* interna, si prefigge di incrementare il livello di efficienza degli operatori del mercato», v. per tutti CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in ID. (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, 3° ed., Milano, 2024, p. 29.

² La cognizione delle sanzioni IVASS è, come noto, da sempre riservata al giudice amministrativo (a differenza di quanto accade per le sanzioni comminate da CONSOB e BANCA D’ITALIA, su cui v. BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d’Italia e Consob: un’anomalia del sistema italiano*, in *Reg. mercati*, 2020, n. 2, p. 280 ss.; MAGLIARI, *Sanzioni amministrative di Consob e Banca d’Italia e loro sindacato giurisdizionale: alcune riflessioni alla luce del diritto sovranazionale e dell’indagine comparata*, in *Reg. mercati*, 2020, n. 1, p. 88 ss.): in arg., v. da ultimo CASTROVINCI ZENNA, *Il contenzioso sulle sanzioni delle autorità amministrative indipendenti dei mercati finanziari*, in *Amministrazione in cammino*, 2024, spec. p. 7.

prime cure, che si era limitato a una valutazione complessiva dell'*agere* dell'organo gestorio, in quanto ritenuto «espressione sintomatica delle violazioni contestate» dall'Autorità di vigilanza,³ di fatto omettendo di svolgere una più accurata verifica degli elementi assunti a presupposto dei rilievi formulati dall'IVASS nella relazione ispettiva e recepiti nel provvedimento sanzionatorio a carico di società e amministratori.

Il Consiglio di Stato, dopo aver rigettato ogni contestazione dell'appellante circa la tardività del provvedimento sanzionatorio IVASS (rilevando, al contrario, la tempestività dello stesso ai sensi della disciplina sancita nel primo comma dell'art. 311-*septies* c.a.p. e dettagliata negli artt. 8-12 del Regolamento IVASS n. 39 del 2018), affronta anzitutto i rilievi afferenti alla “fattispecie A”, dai quali si evidenzerebbero carenze strutturali nella *governance* societaria della Compagnia.⁴ Queste ultime concernono, innanzitutto, malfunzionamenti dell'organo di amministrazione, che avrebbe nei fatti abdicato alle proprie «prerogative di indirizzo, gestione e controllo», “appiattendo” passivamente il proprio giudizio – anche in relazione all'adozione di decisioni di rilievo – sulle proposte formulate dal

³ Il Consiglio di Stato, pur condividendo «su un piano generale» la posizione assunta dal TAR Lazio – in punto di qualificazione dell'illecito contestato in termini di illecito «di pericolo» e non «di danno», risultando le singole condotte «indicative di una imprudente o superficiale gestione delle funzioni suscettibile di esporre la Compagnia a rischi anche solo potenziali» – procede alla puntuale verifica delle condotte oggetto di rilievo. Al riguardo, giova ricordare come la giurisprudenza di legittimità già da tempo abbia affermato – con specifico riguardo al comparto bancario, ma si tratta di considerazioni che possono senz'altro estendersi al settore assicurativo – che «le valutazioni e le ipotesi conclusive contenute nelle relazioni ispettive della Banca d'Italia costituiscono elementi di convincimento con i quali il giudice deve confrontarsi criticamente, e tuttavia, sebbene provengano da una fonte autorevole, non possono essere recepite in modo aprioristico e possono essere contraddette con strumenti istruttori adeguati» (Cass., 15 giugno 2020, n. 11481); in dottrina, v. *ex multis* ZAMMITTI, *Opposizione a sanzioni amministrative del direttore generale di una banca capogruppo: accesso agli atti, regole di responsabilità e oneri probatori*, nota a Cass., 8 febbraio 2022, n. 4006, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, n. 5, spec. p. 697 ss.

⁴ La centralità del governo societario nel quadro derivante dalla Direttiva *Solvency II* è ricordata, tra gli altri, da MANES, *Compliance e corporate governance assicurativa: da Solvency II alle sfide ESG*, in *Corporate Governance*, 2024, n. 3, p. 479 ss.; LANDINI, *Corporate governance e assicurazioni*, in *Giur. comm.*, 2023, n. 3, p. 389 ss.; SIRI, *La centralità del governo societario nel sistema di Solvibilità II*, in *Quaderni IVASS*, 2018, n. 11, p. 68 ss. Sul rilievo della *corporate governance* nel diritto societario assicurativo, quale «precondizione per un corretto esercizio dell'attività assicurativa», v. altresì MONTALENTI, *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Ass.*, 2014, p. 399.

presidente del c.d.a., senza sottoporre le stesse ad opportuno vaglio critico e persino violando il dovere di agire informati di tutti i membri del consiglio. La medesima censura è poi rivolta anche a taluni comitati endoconsiliari, i quali non avrebbero adempiuto ai compiti a essi ascritti dalla normativa primaria e secondaria (oltre che dalle regole dettate dallo stesso statuto della Compagnia).

Con riferimento ai primi, la pronuncia si sofferma su alcuni specifici elementi, tra cui: il frequente ricorso a deliberazioni “seduta stante”; la genericità dell’o.d.g. delle sedute consiliari e il mancato rispetto dello stesso; l’assenza di una preventiva informativa da fornire ai consiglieri circa le materie oggetto di trattazione; la tardività della verbalizzazione delle sedute del c.d.a. In queste condotte si rinviene un evidente *deficit* di funzionamento dell’organo gestorio, tale da configurare una violazione del disposto di cui all’art. 30 c.a.p. (ai sensi del quale «l’impresa si dota di un efficace sistema di governo societario (...) che consenta una gestione sana e prudente dell’attività»)⁵.

L’insieme delle succitate contestazioni, infatti, permette di delineare un quadro nel quale i membri del *board* risultano sovente chiamati a decidere “al buio”, senza il necessario *set* di notizie e dati, comprese in alcuni casi quelle (*minimali*, e tuttavia assolutamente *indispensabili*) relative alle materie da trattare, indicate con genericità tale da non consentire ai consiglieri di prepararsi sui temi oggetto di deliberazione.⁶ Tale circostanza – che mina la stessa possibilità, per gli amministratori, di operare nel rispetto del fondamentale obbligo di «agire informati» di cui all’art. 2381, co. 1, c.c.⁷ – ha, secondo i giudici, senz’altro impedito

⁵ Sull’evoluzione normativa euro-unitaria in materia di “sana e prudente gestione” delle imprese operanti nei mercati finanziari, v. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Milano, 2021, p. 69 s.

⁶ Vale ricordare, per tutte, la dicitura indicata nell’o.d.g. dell’adunanza consiliare convocata per discutere le dimissioni dell’amministratore delegato, che laconicamente recava «*Comunicazioni urgenti del Presidente inerenti alla governance della società*».

⁷ Né avrebbero potuto tali carenze informative risultare colmate per mezzo dell’esercizio delle prerogative riconosciute agli amministratori privi di deleghe ai sensi del medesimo comma, posto

all'organo gestorio lo svolgimento di una proficua azione di monitoraggio.⁸

La decisione appare condivisibile tenuto conto che, come da tempo evidenziato in dottrina, laddove le informazioni condivise con il consiglio siano insufficienti o del tutto mancanti «*the board's monitoring decisionmaking functions often will be little more than nominal*».⁹ Non a caso, è stato osservato che il principio generale di adeguatezza degli assetti finisce, «in ultima istanza, (...) coll'identificarsi in buona parte con il tema dell'adeguatezza delle informazioni circolanti internamente al consiglio».¹⁰

Ciò appare tanto più vero per le imprese assicurative, per le quali – in piena attuazione del disegno formulato da “*Solvency II*”¹¹ – è espressamente previsto in capo al presidente del c.d.a. l'obbligo di provvedere affinché a tutti i membri del consiglio sia «trasmessa con congruo anticipo la documentazione a supporto delle deliberazioni dell'organo o, almeno, una prima informativa sulle materie che verranno discusse», fermo che tale documentazione deve essere «adeguata in

che la norma in parola assegna a costoro il potere/dovere di richiedere ai delegati, in seno al consiglio (e non prima dello svolgimento dello stesso), informazioni aggiuntive in relazione alla «gestione della società», specialmente in presenza di insufficienze nella rendicontazione ricevuta ovvero di indici di anomalie (c.d. segnali di allarme): v., al riguardo, DE POLI, *Amministratori non esecutivi di banca e violazione del dovere di agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2022, n. 3, p. 455 s.; FERRETTI, *Note in tema di responsabilità degli amministratori non esecutivi delle banche*, nota a Cass., 16 luglio 2018, n. 18846, in *Giur. comm.*, 2020, n. 1, p. 96.

⁸ Come osservato da MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza e della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, n. 1, p. 121, «*amministrare* significa anche – nel modello del *monitoring board* – verificare attraverso *input* informativi».

⁹ EISENBERG, *The Board of Directors and Internal Control*, in *Cardozo Law Rev.*, 1997, p. 246.

¹⁰ MINTO, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio nell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, 2014, n. 6, p. 1207.

¹¹ La necessità che il presidente del c.d.a. assicuri che tutti i membri dell'organo amministrativo vengano in possesso di tutta la documentazione necessaria per poter svolgere al meglio l'attività di *decision making*, quale risultante dal *framework* introdotto per mezzo della Direttiva “*Solvency II*”, è affermata in particolare da DELL'ATTI-SYLOS LABINI-DI BIASE, *The Effects of Solvency II on Corporate Boards: a Survey on Italian Insurance Companies*, in *Corporate Ownership & Control*, 2018, n. 1, p. 135. In argomento, cfr. altresì VERNERO, *La regolamentazione prudenziale nel governo delle assicurazioni e un'ipotesi di confronto con il settore bancario oggi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2025, n. 3, p. 502 ss.

termini quantitativi e qualitativi rispetto alle materie iscritte all'ordine del giorno».¹² Tale disciplina, peraltro, puntualizza quanto disposto per le società azionarie *tout court* dall'art. 2381, co. 6, c.c.,¹³ che pure con chiarezza attribuisce al presidente il compito di adoperarsi «affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri». La disciplina speciale nondimeno valorizza – rispetto a quella di carattere generale – il profilo temporale, mediante il richiamo al «congruo anticipo» entro cui le informazioni devono essere fornite al consiglio: l'espressione adottata dal legislatore, infatti, deve essere intesa nel senso di dover assicurare che i membri del *board* siano messi in condizione di analizzare, comprendere ed eventualmente approfondire i dati ricevuti in tempo utile per la riunione, sì da poter assumere nella stessa un atteggiamento consapevole e, come meglio si dirà, criticamente costruttivo.¹⁴

Proprio tali considerazioni inducono a condividere, tra l'altro, le censure aventi ad oggetto la prassi di ricorrere a deliberazioni “seduta stante”, sulla base di materiale informativo condiviso dal presidente nel corso della stessa adunanza (e, dunque, non in un momento ad essa antecedente, come sarebbe invece stato opportuno). D'altra parte, lo stigma che connota la pratica in commento non appare in alcun modo stemperato dal rilevato svolgimento, nella gran parte dei casi, di un

¹² Art. 5, co. 8, lett. a) e b), Regolamento IVASS n. 38/2018. Sulle previsioni in materia di *governance* delle imprese assicurative contenute nel Regolamento IVASS n. 38/2018 e nella connessa lettera al mercato IVASS del 5 luglio 2018, v. BUTERA–MONTEMAGGIORI, *La governance delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Ass.*, 2018, p. 41 ss.

¹³ Per vero, alcuni Autori lamentano l'eccessiva genericità della disciplina codicistica in materia di assetti adeguati delle s.p.a. “di diritto comune”, laddove invece le normative sezionali (su tutte, relative ai settori bancario, finanziario e assicurativo) appaiono senz'altro più puntuali. Al riguardo, cfr. DI CATALDO, *Assetti organizzativi della società per azioni e adeguatezza. Alcuni profili fin qui un po' trascurati*, in *Giur. comm.*, 2024, n. 2, p. 264, il quale evidenzia come «normative secondarie, rivolte però soltanto a società operanti in alcuni settori sensibili», forniscono indicazioni ben più dettagliate in materia (come, nel caso di specie, quelle contenute nel citato Regolamento IVASS n. 38/2018).

¹⁴ Cfr. BONELLI, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, n. 2, p. 215 ss., il quale sottolinea come l'informativa che il presidente del c.d.a. deve *preventivamente* condividere con gli altri membri del *board* «deve tendere a ottenere una decisione *ponderata* del consiglio, che utilizzi le plurime *esperienze e competenze* dei consiglieri».

dibattito consiliare che – per quanto documentato come «ampio e prolungato» nell’ambito dei verbali delle riunioni – non può forse dirsi pienamente consapevole e che, in ogni caso, non appare idoneo a colmare le carenze informative succitate. Con ciò, naturalmente, non si intende in alcun modo sminuire l’importanza del confronto dialettico endoconsiliare: lo stesso costituisce, anzi, un indefettibile presupposto per la corretta esplicazione del processo di *decision-making*, in quanto consente l’adozione di delibere più ponderate e che vedono il coinvolgimento intellettuale di tutti i partecipanti.¹⁵ Non a caso, proprio in capo al presidente del c.d.a. è posto l’obbligo di agevolare il confronto dialettico all’interno dell’organo gestorio,¹⁶ creando «un ambiente nel quale il dibattito è incoraggiato e valorizzato».¹⁷ Nella stessa direzione, peraltro, devono interpretarsi le norme sancite nell’ordinamento domestico in materia di adeguata composizione collettiva dell’organo,¹⁸ che anche in campo assicurativo impongono il raggiungimento di una formazione eterogenea sotto molteplici profili – relativi non solo alle conoscenze, competenze ed esperienze dei singoli amministratori, ma anche ad aspetti quali il genere, l’età, la durata di permanenza nell’incarico e la provenienza geografica¹⁹ –

¹⁵ Come ricordato da PASSADOR, *Il rumore nel consiglio di amministrazione*, in *Giur. comm.*, 2023, p. 834 ss., «se il (buon) funzionamento del consiglio di amministrazione dipende da un numero di variabili estremamente eterogenee e intrecciate (...), il vaccino già a disposizione per ridimensionare *bias* e rumore non può che essere il dialogo endoconsiliare, il fertile dibattito e la costruttiva discussione, elementi capaci di favorire il confronto e il superamento di posizioni preacquisite o di deviazioni».

¹⁶ Art. 5, co. 8, lett. d), Regolamento IVASS n. 38/2018. In argomento, v. le osservazioni di VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impr. soc.*, 2014, n. 2, p. 311, il quale sottolinea, nella regolamentazione delle imprese operanti nei settori bancario, finanziario e assicurativo, la «valorizzazione del ruolo del Presidente» del c.d.a. rispetto alla normativa di diritto comune, proprio con riferimento al compito a questi affidato di «stimolare il buon funzionamento del (e della dialettica interna al) consiglio».

¹⁷ SIRI, *La centralità del governo societario nel sistema di Solvibilità II*, in *Quaderni IVASS*, 2018, n. 11, p. 75.

¹⁸ Nella normativa primaria, v. l’art. 76, co. 1-*quater*, lett. c), c.a.p. Non si rinviene, invece, una previsione in tal senso nel testo della Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (“*Solvency IP*”), il cui art. 42 si limita a indicare requisiti (individuali) di professionalità e onorabilità per gli esponenti aziendali.

¹⁹ Art. 10, co. 2, del decreto MiSE del 2 maggio 2022, n. 88, recante il *Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell’incarico degli esponenti aziendali e di coloro che*

di modo da favorire lo scambio di opinioni tra esponenti e allontanare i pericoli del *group-thinking* e dell'*herd behaviour*.²⁰

Epperò, affinché davvero il *board* sia posto in condizione di assumere decisioni “razionali” (sia pure nei sensi che, trascendendo la concezione di razionalità di tipo neoclassico, si collocano in posizione più prossima al concreto atteggiarsi della cognizione umana, che implica da parte degli amministratori l’adozione di scelte viziate da *bias* e da tempistiche inevitabilmente ristrette)²¹, è evidente come un confronto consapevole e costruttivo non possa prescindere dalla condivisione, tempestivamente e in modo omogeneo nei confronti di tutti i componenti del *board*,²² di adeguate informazioni sugli argomenti oggetto di trattazione. Così, si ritiene di condividere l’orientamento assunto dal Consiglio di Stato nel punto in cui, nell’esaminare la potenziale criticità dell’interlocuzione intrattenuta tra il presidente del c.d.a. e alcuni membri apicali dell’organo (*i.e.* segretario e vicepresidenti) prima delle adunanze consiliari, non stigmatizza la prassi di condividere con questi in anticipo alcune informazioni – ritenuta, anzi, «una pratica legittima e funzionale a una migliore preparazione dei lavori del Consiglio» – bensì unicamente la circostanza per la quale lo stesso presidente non si sia parimenti adoperato al fine di assicurare anche a tutti gli altri componenti del c.d.a. uno «spazio di conoscenza sufficientemente congruo, ai fini di una loro deliberazione consapevole».

svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell’articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

²⁰ Ai sensi dell’art. 10, co. 1, del citato decreto MiSE del 2 maggio 2022, n. 88, l’eterogeneità della composizione del c.d.a. risulta funzionale ad «alimentare il confronto e la dialettica interna agli organi; favorire l’emersione di una pluralità di approcci e prospettive nell’analisi dei temi e nell’assunzione di decisioni; supportare efficacemente i processi aziendali di elaborazione delle strategie, gestione delle attività e dei rischi, controllo sull’operato dell’alta direzione; tener conto dei molteplici interessi che concorrono alla sana e prudente gestione dell’impresa». Per una definizione del fenomeno della “mentalità di gruppo” e per un’analisi delle iniziative adottate dal legislatore europeo per contrastarlo (a partire proprio dalla diversificazione nella composizione dei *board* bancari), v. ROSSANO, *Diversity e parità di genere: il contributo delle scienze psicologiche nell’analisi della normativa sulla composizione dei boards*, in *RTDE*, 2015, n. 3, p. 252 ss.

²¹ PASSADOR, *op. cit.*, p. 834 ss.

²² DE POLI., *op. cit.*, p. 460.

In ultimo, anche il ritardo con cui si provvedeva alla verbalizzazione delle sedute del c.d.a. è stato ritenuto elemento idoneo a integrare «un’oggettiva violazione di consolidate prassi organizzative», benché non cristallizzate in precetti positivi.²³

3. Altre considerazioni riguardano il (mancato) bilanciamento dei poteri all’interno del c.d.a., che peraltro – giova ricordare – assume nel contesto in esame le vesti di organo unico, avendo la Compagnia adottato il modello di amministrazione e controllo di tipo monistico disciplinato ai sensi degli artt. 2409-*sexiesdecies* ss. c.c.²⁴

Precisamente, le censure riguardano la scelta di sopprimere il comitato esecutivo, avocando i relativi poteri al *plenum*: ciò, si legge nella sentenza, avrebbe reso manifesta la scarsa funzionalità del comitato per il governo societario (CGS), che non avrebbe, sul punto, tenuto in adeguata considerazione l’impatto del nuovo sistema di amministrazione e controllo sui carichi di lavoro del c.d.a., una volta assorbite le competenze precedentemente proprie del comitato esecutivo.²⁵ Vieppiù, lo stesso comitato non avrebbe fornito adeguate motivazioni a supporto della scelta della Compagnia di passare al modello c.d. *one-tier*.

Dall’analisi dei verbali del CGS è possibile desumere come detto comitato si sia troppo genericamente soffermato a valutare l’incidenza del nuovo modello soltanto in termini di «razionalizzazione ed efficienza dell’azione degli organi societari»,

²³ Nemmeno il Codice di *Corporate Governance* prevede esplicite raccomandazioni in materia, rimettendo piuttosto allo stesso organo amministrativo il compito di adottare un regolamento che definisca le regole di funzionamento dell’organo stesso e dei suoi comitati, incluse le modalità di verbalizzazione delle riunioni» (art. 3, *Raccomandazione* n. 11).

²⁴ Le peculiarità della disciplina relativa al sistema monistico contenute negli ordinamenti sezionali dedicati alle imprese vigilate (tra cui, in particolare, quelle operanti nel settore assicurativo) sono analizzate da GUACCERO–DI MARCELLO, *Codice civile, società quotate, banche, intermediari e assicurazioni: un solo monistico?*, in *AGE*, 2016, n. 1, p. 103 ss.

²⁵ Al riguardo, si noti come l’art. 5, co. 2, lett. c), del Regolamento IVASS n. 38/2018, impone all’organo amministrativo di approvare, curandone l’adeguatezza nel tempo, il sistema delle deleghe di poteri e responsabilità, «avendo cura di evitare l’eccessiva concentrazione di poteri in un singolo soggetto e ponendo in essere strumenti di verifica sull’esercizio dei poteri delegati, con la conseguente possibilità di *prevedere misure adeguate, qualora decida di avocare a sé i poteri delegati*».

senza cogliere la reale portata della transizione in atto sulle funzioni affidate ai consiglieri, individualmente e collegialmente (e ciò, vale osservare, in un contesto in cui i compiti del *plenum* appaiono già assai “arricchiti” dall’assorbimento della funzione di controllo,²⁶ che diviene una «specializzazione di quella amministrativa», da essa non separata).²⁷ È bene precisare che, almeno formalmente, costituisce motivo di censura da parte dell’IVASS la laconicità delle motivazioni e non la scelta in sé di adottare il sistema monistico – scelta questa, vale precisarlo, assai meno “anomala” di quanto non fosse in passato, soprattutto tra le società che operano in mercati regolati e connotati da una disciplina in larga parte di matrice europea –, essendo del tutto pacifico che, indipendentemente dall’opzione preferita in punto di sistema di amministrazione e controllo (tra le tre previste dal codice civile ed espressamente ritenute, in principio, equivalenti in punto di efficacia ed efficienza dei controlli dallo stesso legislatore), l’idoneità del sistema adottato dipende dall’effettiva adozione di «scelte organizzative volte ad assicurare una netta ripartizione dei compiti e delle responsabilità dei vari organi e la cura di un adeguato sistema di controllo interno».²⁸

Nondimeno, è stato altresì autorevolmente osservato²⁹ come le conclusioni accolte nella pronuncia in parola possano considerarsi per certi versi sintomatiche della propensione dell’Autorità di vigilanza verso un sistema di amministrazione e controllo diverso, anch’esso “alternativo”, ovvero sia quello dualistico: in questo

²⁶ Secondo BARBARA, *Il sistema monistico: controllo e amministrazione sono sovrapponibili?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2024, n. 4, p. 584, nelle società che adottano il sistema monistico si assiste alla traslazione delle funzioni generali di controllo «su tutti gli amministratori», essendo affidata al comitato per il controllo sulla gestione «una mera attività tipicamente istruttoria, propositiva e consultiva» e dunque, in ultima analisi, da intendersi quale «componente di natura ausiliaria del *plenum* consiliare». Sul punto, cfr. altresì PIETROBONI, *Il sistema monistico: una proposta di lettura a partire dalle regole relative alla responsabilità*, in *RDS*, 2017, n. 4, p. 1012 ss.

²⁷ ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e Schlesinger, vol. I, Milano, 2012, p. 372.

²⁸ BARBARA, *op. cit.*, p. 559.

²⁹ SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, relazione al Convegno “*Regulating Technological Driven Finance: Activities, Subjects and Supervision in the Digital Era*”, tenutosi presso l’Università “Sapienza” di Roma nei giorni 30 e 31 maggio 2025.

contesto, infatti, la ripartizione di competenze tra “amministratori” esecutivi (*i.e.* i membri del consiglio di gestione) e non esecutivi (*i.e.* i membri del consiglio di sorveglianza) – con i primi incaricati per via statutaria della gestione e i secondi della supervisione strategica³⁰ – appare quanto mai netta e cristallizzata da un contesto che riconduce ad unità forma e sostanza.³¹

D'altra parte, risulta oggetto di contestazione l'inadeguata considerazione da parte del CGS dell'impatto che, nel contesto ora delineato, avrebbe avuto la soppressione del comitato esecutivo e la conseguente avocazione in capo al *plenum* consiliare dei poteri ad esso precedentemente delegati. Sul punto, pare opportuno osservare come la stessa normativa regolamentare consenta al c.d.a. – pur senza imporre un preciso obbligo in tal senso – l'adozione di «misure adeguate» qualora, come nel caso in esame, «decida di avocare a sé i poteri delegati», al fine di assicurare l'adeguatezza complessiva del sistema di deleghe e di responsabilità.³²

Infine, è contestata, in capo al presidente del c.d.a., la parallela presidenza del comitato nomine (CN), rispetto alla quale la Compagnia avrebbe scelto di non accogliere le contrarie raccomandazioni di IVASS – che avrebbe suggerito, invece, di affidare la presidenza del suddetto CN a un consigliere indipendente –, ancora una volta in assenza di adeguata motivazione.

³⁰ Secondo la normativa bancaria, il consiglio di supervisione assume la funzione di supervisione strategica (oltre, naturalmente, a quella di controllo) in tutte le circostanze – invero frequenti: così CERA, *Il sistema dualistico e l'ordinamento bancario*, in *Riv. soc.*, 2008, n. 5, p. 918 – in cui lo statuto attribuisce ad esso il compito di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari della società *ex art. 2409-terdecies*, co. 1, lett. *f-bis*), c.c. Al riguardo, v. però le osservazioni di LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *RDS*, 2014, n. 1, p. 1 ss., spec. p. 23, il quale evidenzia come «le competenze di alta amministrazione [del consiglio di sorveglianza] non possono essere estese al di là dei confini segnati dalla disposizione dell'art. 2409-terdecies, lett. *f-bis*», dovendosi considerare invalida una eventuale clausola statutaria che disponesse in tal senso; e di PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, n. 1, p. 56, il quale critica il riparto di competenze (tra consiglio di sorveglianza e consiglio di gestione) delineato nelle *Disposizioni di vigilanza per le banche* di cui alla circolare Banca d'Italia n. 285/2013.

³¹ Cfr. CERA, *Difesa del sistema dualistico italiano (pas encore un éloge funebre?)*, in *AGE*, 2016, n. 1, p. 245 ss.; *contra*, però, v. le osservazioni formulate da GHEZZI, *Consiglieri di sorveglianza «esecutivi» e componenti del consiglio di gestione «non esecutivi»: eterogenesi dei fini?*, in *AGE*, 2007, n. 2, p. 321 ss.

³² Art. 5, co. 2, lett. c), Regolamento IVASS n. 38/2018.

Al riguardo, giova precisare che, per un verso, la contestuale presidenza di uno o più comitati endoconsiliari da parte del presidente del c.d.a. (ma non la partecipazione agli stessi da parte di quest'ultimo)³³ costituisce una prassi che, oltre ad essere disincentivata dall'Autorità di vigilanza competente, risulta criticata anche in dottrina,³⁴ in quanto difficilmente compatibile con la previsione regolamentare che impone all'organo amministrativo di «evitare l'eccessiva concentrazione di poteri in un singolo soggetto».³⁵ Per altro verso, si deve altresì osservare che, come per ulteriori rilievi, la principale criticità riscontrata con riferimento alla condotta in commento concerne, per vero, l'insufficienza delle giustificazioni addotte al fine di rendere intelligibile la scelta operata dal c.d.a., laddove a fronte di una precipua raccomandazione dell'IVASS³⁶ e di un'espressa previsione regolamentare sarebbe stato quanto mai necessario specificare con dovizia di particolari, secondo una logica di tipo *comply-or-explain*, le ragioni di opportunità per le quali era stato ritenuto preferibile discostarsene.³⁷

D'altra parte, però, non può sottacersi come l'influenza esercitata dal presidente del c.d.a. nell'ambito del CN sia stata oggetto anche di un'altra censura da parte dell'IVASS, che ha rilevato la scarsa funzionalità del comitato *de quo* in forza

³³ Cfr. le considerazioni di GUACCERO, *Il triangolo: un consigliere delegato e due presidenti*, in *AGE*, 2007, n. 2, p. 391, il quale sottolinea come la partecipazione a taluni comitati endoconsiliari – talvolta prevista di diritto, per via statutaria – del presidente dell'organo incaricato della funzione di supervisione strategica determini un (non deprecabile) rafforzamento della posizione di quest'ultimo. Similmente, v. GHEZZI, *Consiglieri di sorveglianza «esecutivi» e componenti del consiglio di gestione «non esecutivi»: eterogenesi dei fini?*, in *AGE*, 2007, n. 2, p. 337.

³⁴ CASIRAGHI, *Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, n. 3, p. 429 ss.

³⁵ Art. 5, co. 2, lett. c), Regolamento IVASS n. 38/2018.

³⁶ Il ricorso da parte delle Autorità di vigilanza a raccomandazioni e indicazioni ascrivibili al *genus* della c.d. *soft law* come paradigma disciplinare idoneo a «garantire un innalzamento del livello qualitativo di un mercato già efficiente» è ben indagato da CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 29 s. In argomento, v. altresì LEMMA, «*Best practice*» ed altri aspetti della «*soft law*», in *Mondo banc.*, 2006, n. 4, p. 9 ss.

³⁷ Osservazioni circa la «natura formalmente non vincolante ma sostanzialmente cogente» delle raccomandazioni emanate dalle Autorità competenti nel settore assicurativo (sia pure dedicate, nel caso di specie, alle linee guida EIOPA) sono formulate da VERNERO, *Considerazioni sulla corporate governance assicurativa alla luce del diritto unionale*, in *Nuovo dir. soc.*, 2024, n. 10, p. 1597 ss.

dell'interferenza del presidente nel processo di selezione dei candidati da proporre al consiglio. Sul punto, il Consiglio di Stato ha confermato la gravità delle criticità accertate da IVASS, concernenti sia «la mancata adozione delle linee guida per l'individuazione e la selezione dei candidati da proporre quali amministratori (di fatto rimessa all'arbitrio dei membri del Comitato)», sia la prassi operativa consistente nel procedimento diretto di raccolta e selezione dei *curricula* dei candidati da parte del presidente, il quale avrebbe frequentemente *bypassato* il CN.³⁸ Sul punto, si ritiene di poter condividere l'orientamento seguito nella pronuncia, laddove proprio la condotta tenuta dal presidente ha evidentemente impedito al comitato in parola di svolgere efficacemente le funzioni – sia pure di rilevanza solo “interna”, ovvero sia di supporto e consulenza al c.d.a.³⁹ – ad esso attribuite per via statutaria.⁴⁰

4. Con riferimento alle condotte di cui alla “fattispecie B”, è stato contestato al c.d.a. di non aver garantito «la necessaria coerenza tra i rischi assunti dall'impresa e il suo fabbisogno di solvibilità globale», in specie non adottando – a detta dell'IVASS – provvedimenti adeguati in relazione all'andamento del *solvency ratio*⁴¹ e,

³⁸ Sulle funzioni assegnate al comitato nomine nell'ambito dei processi di selezione degli amministratori – sia pure con riferimento al contesto bancario –, v. CALANDRA BUONAURA, *L'impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, in *Banca impresa società*, 2019, n. 1, p. 30.

³⁹ BARTALENA, *I comitati interni a rilevanza esterna*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 745 ss. Cfr. l'art. 4 del Codice di *Corporate Governance* e la relativa *Raccomandazione* n. 19.

⁴⁰ Come evidenziato da LENER, *Comitati interni e consiglieri «non sorveglianti»*, in *AGE*, 2007, n. 370, la «fonte istitutiva del comitato è sempre lo statuto», eccezion fatta per il comitato per il controllo sulla gestione (nel sistema monistico), previsto *ex lege*, e il comitato esecutivo (nei sistemi tradizionale e monistico), che può essere istituito con delibera assembleare.

⁴¹ Ai sensi dell'art. 180 del Regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione del 10 ottobre 2014, per *solvency ratio* (coefficiente di solvibilità) si intende «il rapporto tra l'importo dei fondi propri ammissibile a copertura del requisito patrimoniale di solvibilità e il requisito patrimoniale di solvibilità, calcolati utilizzando i valori più recenti disponibili». Il requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) costituisce, invece, il patrimonio minimo che una compagnia assicurativa deve detenere per far fronte a perdite inattese sulla base della profilatura di tutti i rischi cui l'impresa è assoggettata. Secondo l'art. 45-ter c.a.p., il SCR «corrisponde al valore a rischio dei fondi propri di base dell'impresa soggetto ad un livello di confidenza del novantanove virgola cinque per cento (99,5%) su un periodo di un anno»: vale a dire, in termini matematici, l'impresa assicurativa che immobilizza il SCR può gestire gli *shock* inattesi in modo da ridurre la probabilità di insolvenza a

conseguentemente, di aver mancato di improntare la propria azione a canoni di sana e prudente gestione, così come statuito ai sensi del primo comma dell'art. 30 c.a.p. Analogamente, al medesimo organo gestorio è altresì contestato di aver mancato di svolgere opportunamente il proprio ruolo di indirizzo e monitoraggio sulle attività svolte da due società controllate.

Orbene, in relazione ad entrambe le censure, sono evidenziati nella pronuncia in commento vizi di legittimità che paiono fondarsi, in ultima analisi, sull'estensione del perimetro di valutazione dell'*agere* degli amministratori da parte dell'Autorità di vigilanza competente.

Per quanto concerne la prima, in particolare, si rileva – al di là di ogni considerazione circa l'effettivo grado di criticità della situazione in cui versava la Compagnia in punto di rischio di solvibilità al tempo in cui venivano assunte le decisioni oggetto d'indagine – come l'organo gestorio abbia agito, in buona sostanza, in modo proceduralmente corretto. Ciò appare testimoniato, in particolare, dalla frequenza delle riunioni consiliari dedicate alle valutazioni in discorso, che restituisce il quadro di un monitoraggio costante del rischio di solvibilità dell'impresa, oggetto peraltro – stando alle risultanze dei verbali delle medesime riunioni – di ampio dibattito in seno al consiglio. Parimenti adeguata è parsa poi la scelta del consiglio di tenere attivo, al riguardo, un costante rapporto dialettico con l'Autorità competente, sì da contribuire – in uno con il richiamato monitoraggio – all'adozione di misure che si sono rivelate «nel tempo sufficientemente efficaci».

Anche con riferimento ai rischi di gruppo, si evidenzia nella sentenza l'insussistenza di elementi atti a provare l'adozione di un «superficiale approccio» da parte del c.d.a. In particolare, il Consiglio di Stato ricorda come la responsabilità

1/200. In argomento, v. PELLEGRINI-TROISI, *Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione*, in PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, 2° ed., Milano, 2023, p. 408.

degli organi sociali non possa essere desunta sulla base del solo dato negativo (quale risultante delle scelte in esame operate dagli amministratori), dovendo piuttosto essere determinata in ragione della verifica circa la concreta *inadeguatezza* delle decisioni adottate, in quanto violative del citato canone di prudenza di cui agli artt. 30 e 37 c.a.p.⁴²

Ebbene, l'approccio adottato dal Consiglio di Stato sembra senz'altro condivisibile, allorché valorizza il principio generale – sintetizzato, pure nel panorama nostrano, nella notissima formula statunitense di matrice giurisprudenziale della *“business judgment rule”*, ritenuta applicabile anche nell'ambito del sindacato operato dall'IVASS⁴³ – che professa l'insindacabilità nel merito delle scelte degli amministratori, salvo il caso in cui siano manifestamente irrazionali o adottate in conflitto di interessi, e ciò a prescindere dalla gravità dell'eventuale danno patito dalla società.⁴⁴ Principio che non implica, naturalmente, la «insindacabilità *tout court*» di ogni atto di gestione,⁴⁵ e dunque anche delle decisioni più “spericolate” o assunte in conflitto di interessi,⁴⁶ bensì unicamente delle scelte adottate nel rispetto del canone fondamentale di diligenza professionale e, dunque, dei doveri procedimentali di analisi, ponderazione e dell'agire informati. In parole diverse, il vaglio di legittimità dell'*agere* si sposta «dalla *decisione* (...) al *processo decisionale*»⁴⁷ che ad essa ha condotto, sì che

⁴² Cfr. le osservazioni formulate da RIGANTI, *Cassazione civile e amministratori non esecutivi di banca: una questione di «sistema»?*, nota a Cass., sez. I, 9 novembre 2015, n. 22848, in *Giur. comm.*, 2017, II, n. 3, p. 549 ss., spec. p. 554.

⁴³ Per tutti, v. FARINA, *Assetti adeguati e società assicurativa. Questioni in tema di solvibilità*, Napoli, 2024, p. 193.

⁴⁴ In giurisprudenza di legittimità, v. tra le altre Cass., 22 giugno 2020, n. 12108; Cass., 22 giugno 2017, n. 15470; Cass., 23 marzo 2004, n. 5718; Cass., 28 aprile 1997, n. 3652. In dottrina, la formulazione sopra riportata è richiamata, in termini simili, da MOLLO, *Autorità di Regolazione e Proposta di Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità*, in *Giur. comm.*, 2024, n. 5, p. 997.

⁴⁵ MEO, *“Business Judgment Rule” e crisi*, in *Riv. soc.*, 2024, n. 4, p. 576.

⁴⁶ CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, n. 1, p. 3.

⁴⁷ TOMBARI, *Riflessioni sulle “funzioni” degli amministratori “non esecutivi” e sull’“amministrazione” nella S.p.a. quotata*, in *RDS*, 2020, n. 2, p. 339. In giurisprudenza, v. Cass., 23 marzo 2004, n. 5718: «se anche il giudice non può sindacare la scelta in sé, deve però controllare

l'adeguatezza di quest'ultimo implica la non contestabilità della prima.

D'altro canto, è appena il caso di osservare che la piena applicazione della *business judgment rule* nello specifico contesto di cui si discute costituisce un elemento imprescindibile ai fini della concreta attuazione del quadro normativo della Direttiva *Solvency II*, che come è noto ha carattere "*principle-based*"⁴⁸ e concede pertanto ampi margini di discrezionalità alle decisioni degli amministratori.⁴⁹ Di talché, è stato correttamente osservato come, proprio a proposito delle stime circa la solvibilità e il rischio di incapacità dell'impresa assicurativa, è ben possibile che le valutazioni dell'IVASS e quelle consiliari divergano.⁵⁰ Difatti, mentre gli apprezzamenti dell'Autorità di vigilanza sono senz'altro improntati ai canoni della sana e prudente gestione, come peculiarmente declinata, nell'ordinamento assicurativo, in funzione della preminente tutela degli assicurati ex art. 3 c.a.p., le decisioni gestorie dell'impresa assicurativa promanano da un organo che è e resta in ogni caso legato – quantomeno per la maggioranza dei suoi componenti – da rapporti di natura fiduciaria con la proprietà della società, i cui interessi sono essenzialmente orientati alla redditività dell'investimento.⁵¹ In altri termini, il c.d.a. è chiamato ad assicurare, sotto propria responsabilità, la solvibilità della compagnia assicurativa, operando una delicata mediazione tra le esigenze di protezione degli aventi diritto alle prestazioni assicurative e le istanze di redditività dei soci; queste ultime, tuttavia, non sono affatto ricomprese tra le finalità della vigilanza dell'IVASS di cui all'art. 3 c.a.p., che, come già osservato, testualmente afferma che lo «scopo principale» dell'azione dell'autorità sezionale è

il percorso attraverso il quale essa è stata preferita», già richiamata da MIRABILE, *La responsabilità degli amministratori deleganti nella governance bancaria: tra Business Judgement Rule e dovere di intervento*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, n. 5, p. 789 ss.

⁴⁸ MANES, *Compliance e corporate governance*, cit., p. 491.

⁴⁹ BERTI DE MARINIS–CORRIAS, *Il mercato assicurativo*, in CORRIAS–LENER (a cura di), *Manuale di diritto dell'economia*, Torino, 2024, p. 274 ss.

⁵⁰ FARINA, *op. cit.*, p. 192.

⁵¹ Cfr., al riguardo, le osservazioni formulate da CAPRIGLIONE-SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milano, 2019, p. 192 ss., spec. p. 198.

quello di tutelare gli assicurati, garantendo che l'impresa sia solvibile. Non può dirsi affatto remota, pertanto, l'ipotesi che i distinti processi valutativi, pur muovendosi entrambi entro un perimetro di *astratta* correttezza matematica,⁵² conducano come detto a risultati affatto dissimili.⁵³ si manifesta, così, la tensione esistente, sul piano delle concretezze, tra i canoni di azione richiesti agli amministratori di imprese assicurative e la peculiare gerarchia delle finalità della vigilanza sancita dalla normativa sezionale di rango primario.

5. Alcune considerazioni devono infine essere svolte a proposito della estensione della sanzione pecuniaria a taluni membri dell'organo di gestione, tra cui appunto il presidente (appellante).

Come si è anticipato, detta possibilità è stata recentemente introdotta per mezzo del d.lgs. n. 68/2018, che ha inciso sia sulla normativa primaria sancita nel c.a.p., sia sulla normativa secondaria, e in particolare sul regolamento IVASS n. 39 del 2 agosto 2018,⁵⁴ laddove si è esteso alle persone fisiche il novero dei potenziali destinatari delle sanzioni IVASS.⁵⁵

Al riguardo, vale anzitutto precisare che, ai sensi della disciplina delineata dal primo comma dell'art. 311-*sexies* c.a.p., i singoli membri degli organi di amministrazione e controllo (che, nel caso di specie, risultano configurati nell'unitario c.d.a., in virtù dell'adozione, da parte della Compagnia, del sistema

⁵² Artt. 45-*ter* e 46-*bis* c.a.p. Sul carattere discrezionale – quindi, non assoluto – delle regole preposte alla solvibilità dell'impresa assicurativa, ancora G. FARINA, *op. cit.*, p. 172.

⁵³ Così, dalla lettura della pronuncia annotata è possibile notare come l'avvio del procedimento sanzionatorio da parte dell'Autorità di vigilanza sia avvenuto in un momento in cui il patrimonio della Compagnia era invero capiente, come testimoniato dal fatto che il *solvency ratio*, a seguito dell'intervento del *management*, si attestava (dopo una discesa al 103%) su un valore di 115%.

⁵⁴ Regolamento IVASS recante la procedura di irrogazione delle sanzioni amministrative e le disposizioni attuative di cui al titolo XVIII (sanzioni e procedimenti sanzionatori) del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

⁵⁵ Ai sensi della (novellata) disciplina del c.a.p., gli esponenti aziendali di assicurazioni e riassicurazioni possono essere destinatari di diversi tipi di sanzioni, tra cui – oltre alle sanzioni amministrative pecuniarie – richiami, ordini, divieti e altri provvedimenti particolari, fra i quali la rimozione degli esponenti stessi, che nel nuovo “unificato” (e non più binario) sistema procedurale sono tutte esplicitamente ricomprese nel novero delle sanzioni amministrative (cfr. S. LANDINI, *Le sanzioni amministrative*, cit., p. 518).

monistico), rispondono personalmente «per una condotta propria». Precisamente, la responsabilità individuale dell'esponente aziendale è subordinata al verificarsi di specifici presupposti, che si "aggiungono" alla responsabilità dell'impresa assicurativa, consistenti – in sintesi e per quanto in questa sede possa avere rilievo – nell'aver: *i*) violato doveri propri della funzione svolta o dell'organo di appartenenza; e *ii*) inciso in modo rilevante sulla complessa organizzazione e sul rischio aziendale.⁵⁶

Di conseguenza, a nulla rileva che la Compagnia non abbia impugnato il provvedimento emesso nei suoi confronti, così prestando acquiescenza alla sanzione irrogata dall'IVASS: tale circostanza, come ricordato nella stessa pronuncia, risulta «priva di impatto», costituendo un «fatto relativamente neutro, in ordine all'accertamento di eventuali responsabilità in capo anche ai singoli membri» dell'organo amministrativo. In parole diverse, la responsabilità della Compagnia rappresenta, ai fini dell'applicazione del primo comma dell'art. 311-*sexies* c.a.p., un presupposto affatto necessario, ma non già sufficiente, laddove sono «la violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza» e la sussistenza di una o più delle condizioni sancite alle lettere a), b) e c) del medesimo comma a incidere (ancor prima che sul *quantum*) sull'*an* della sanzione.

Ciò posto, la decisione in commento impone di rinnovare il giudizio sulle violazioni immuni da vizi di validità – ovvero, quelle comminate in virtù delle carenze riscontrate in materia di governo societario – avendo riguardo, in

⁵⁶ L'art. 311-*sexies*, co. 1, c.a.p. dispone che «fermo restando quanto previsto all'articolo 325, comma 1 circa la responsabilità delle imprese nei confronti delle quali sono accertate le violazioni, per l'inosservanza delle norme richiamate nell'articolo 310, comma 1, lettera a) si applica, salvo che il fatto costituisca reato, la sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro a cinque milioni di euro nei confronti dei soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, di direzione, di controllo, nonché dei dipendenti o di coloro che operano sulla base di rapporti che ne determinano l'inserimento nell'organizzazione dell'impresa anche in forma diversa dal rapporto di lavoro subordinato quando l'inosservanza è conseguenza della violazione di doveri propri o dell'organo di appartenenza e ricorrono una o più delle seguenti condizioni: a) la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali; (...)» (nel rispetto della procedura di cui al successivo art. 311-*septies* c.a.p.).

particolare, alla «rilevanza» delle stesse e della specifica condotta tenuta dall'esponente aziendale appellante.⁵⁷ Occorre avere considerazione, pertanto, del coinvolgimento personale dell'esponente – che, lo si ricorda, ricopriva all'epoca dei fatti la posizione di presidente del c.d.a., oltre che di due comitati endoconsiliari – nella determinazione delle violazioni ritenute non infondate (*i.e.*: dei *deficit* in materia di *corporate governance*). Di tale necessità, peraltro, si è dimostrata ben consapevole l'IVASS, come testimoniato dal fatto che l'estensione delle sanzioni pecuniarie nei confronti degli esponenti aziendali non ha visto il coinvolgimento di *tutti* i membri del c.d.a., bensì solo di *alcuni* di essi (presidente, vice presidente, amministratore delegato e taluni membri dei comitati endoconsiliari),⁵⁸ così operando una «differenziazione delle posizioni» determinata in ragione del diverso ruolo ricoperto e dello specifico coinvolgimento personale dell'esponente nelle attività oggetto d'esame.

A tal proposito, il Consiglio di Stato – pur rimettendo evidentemente l'apprezzamento all'IVASS, in sede di rinnovazione del procedimento sanzionatorio – non omette di lasciar trasparire alcune considerazioni di portata generale riguardo lo specifico impatto dei singoli amministratori, quand'anche ricoprenti incarichi apicali, sulle carenze in materia di governo societario. Precisamente, viene osservato come un «miglior uso» del principio di collegialità e un più deciso attivismo da parte degli altri consiglieri avrebbe potuto senz'altro (contribuire a) “neutralizzare” l'operato del singolo amministratore, e ciò benché questi ricoprisse il ruolo di presidente. Analoghe considerazioni sono peraltro svolte in una delle

⁵⁷ Il «principio della rilevanza della violazione» (su cui v. LANDINI, *Le sanzioni amministrative*, cit., p. 516) è esplicitamente previsto e disciplinato nell'art. 324-ter c.a.p. e, in sede regolamentare, nell'art. 11 del Regolamento IVASS n. 39 del 2018. Cfr. RUSSO, *Il sistema sanzionatorio nel settore assicurativo: principi e tutele*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, luglio/dicembre 2023, p. 74 ss., spec. p. 77, il quale ravvisa un «essenziale cambio di paradigma» rispetto al modello previgente, allorché l'attenzione si focalizza – con «contiguità teleologica con la normativa di matrice penale» – sulla «concreta offensività della fattispecie».

⁵⁸ I provvedimenti sanzionatori del 22 dicembre 2022 sono riportati all'interno del Bollettino IVASS n. 12/2022 del 30 gennaio 2023.

pronunce “gemelle”⁵⁹ che hanno fatto seguito a quella che qui si commenta, laddove anche in merito al coinvolgimento della vice presidente del c.d.a. della Compagnia (l’appellante, nel caso di specie) sono riportate le medesime “attenuanti” derivanti dai contrappesi che gli altri componenti del consiglio avrebbero potuto, *uti singuli* e collegialmente, senz’altro attivare.

Il discorso, ancora una volta, sembra ricondurre al corretto funzionamento del *board* e alle qualità proprie dell’amministratore “ideale” – anche non esecutivo e privo di più specifici ruoli – il quale deve essere dotato, come si sa, non soltanto di conoscenze, competenze ed esperienze professionali di rilievo, ma altresì di manifesta integrità morale e, per quanto in questa sede maggiormente incide, di peculiari doti caratteriali⁶⁰ che lo pongano in condizione di intervenire, formulare domande, richiedere informazioni e mettere in dubbio, con scetticismo costruttivo, le scelte (anche in materia di assetti) operate dagli altri consiglieri. Qualità che, tuttavia, non risultano agevolmente verificabili *ex ante*, ossia al momento di selezione dei componenti del *board* e di verifica della relativa idoneità, neppure alla luce di un sempre più rigido e corposo quadro normativo in materia di *fit and proper* degli esponenti (anche) assicurativi.⁶¹

Gianfranco Alfano

Ricercatore di diritto commerciale

nell’Università degli Studi di Napoli “Federico II”

⁵⁹ Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2025, n. 3107; Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2025, n. 3108; Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2025, n. 3109; Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2025, n. 3139; Cons. Stato, sez. VI, 15 aprile 2025, n. 3219; Cons. Stato, sez. VI, 18 aprile 2025, n. 3400.

⁶⁰ Cfr. LENER, *Il coraggio, la convinzione e la forza dell’amministratore bancario*, in AGE, 2022, n. 2, p. 471 ss. Cfr. altresì ZOLLO, *Soft skills come catalizzatori di buona governance e acceleratori della performance del cda*, in Riv. dott. comm., 2024, n. 4, p. 607 ss.

⁶¹ Tematica approfondita, da ultimi, da RAINELLI-MARCHETTI, *Il fit and proper assessment alla luce del provvedimento IVASS n. 142/2024, ultimo tassello al mosaico “Solvency II”*, in Ass., 2025, n. 1, p. 36 ss.