

**POSSIBILE RICOSTRUZIONE DI UN'AMMINISTRAZIONE DI
RISCHIO NEI MERCATI FINANZIARI**

REPORT ANNUALE – 2013 - ITALIA

(Marzo 2013)

Prof.ssa Michela PASSALACQUA

INDICE

1. LA DISCIPLINA DEL RISCHIO NEL DIRITTO AMMINISTRATIVO

1.1 Società ed economia del rischio

1.2 Diritto e amministrazione di rischio

**2. LA REGOLAMENTAZIONE DEL RISCHIO NEI MERCATI
FINANZIARI**

2.1 Rischio e mercati finanziari

2.2 Vigilanza prudenziale e regolamentazione di rischio

3. REGOLAZIONE DEL RISCHIO NEL DIRITTO DELLA CRISI

3.1 Il fallimento della regolamentazione prudenziale e la crisi del controllo del rischio

3.2 L'emersione del rischio sistemico (aiuti di stato, politiche monetarie e meccanismi di stabilità)

**4. PER UNA RICOSTRUZIONE DELL'AMMINISTRAZIONE DI
RISCHIO NEI MERCATI FINANZIARI**

4.1 Prevenzione e poteri inibitori

4.2 Possibile estensione del principio di precauzione ai mercati finanziari

**5. AUTORITÀ PUBBLICHE E RETI EUROPEE DI PREVENZIONE E
CONTROLLO DEL RISCHIO SISTEMICO**

5.1 Nuove dinamiche cooperative per il governo del rischio e amministrazione a rete

5.2 Il Comitato europeo per il rischio sistemico

1. LA DISCIPLINA DEL RISCHIO NEL DIRITTO AMMINISTRATIVO

1.1 Società ed economia del rischio

I più recenti studi di sociologia individuano nel rischio, frutto delle decisioni assunte in nome del progresso scientifico, economico e tecnologico, uno degli elementi caratterizzanti la società post-moderna. Per ridurre l'eventualità del prodursi di futuri correlati eventi dannosi, occorre allora procedere ad un calcolo probabilistico dei detti rischi, allo scopo di darne una disciplina nell'ambito della regolamentazione pubblica che, attraverso l'azione preventiva e talvolta precauzionale, consenta di ritrovare una qualche sicurezza. Tuttavia, nell'era attuale, la globalizzazione, che ha riguardato essenzialmente fenomeni negativi (come i disastri ambientali e le crisi finanziarie), ha incrementato i rischi con probabilità di realizzazione difficilmente calcolabile, riducendo notevolmente quella fiducia che si era in grado di generare attraverso il controllo del rischio, adesso capace di diffondersi molto repentinamente su scala mondiale.

D'altro canto, anche la scienza economica si è sempre più interessata al tema del rischio.

L'approccio dominante, c.d. neoclassico, considera però i rischi sempre calcolabili, ritenendo che l'asimmetria informativa, produttrice di incertezza, venga totalmente azzerata dalla piena capacità dei mercati di riflettere, nei prezzi, tutta l'informazione disponibile (si parla infatti di teoria dei mercati efficienti).

A quest'impostazione si è andato a contrapporre un più recente diverso orientamento, che considerando ineliminabile la presenza dell'incertezza, non condivide la *Efficient Market Hypothesis*, in quanto i mercati non sarebbero sempre capaci di rispecchiare nei prezzi anche il "costo" dell'incertezza insita nell'asimmetria informativa. Questo perché gli individui, chiamati ad assumere decisioni in carenza di informazioni perfette, tendono a percepire il rischio in modo distorto, rispetto a come risulterebbe dal

normale calcolo probabilistico, affidandosi a soluzioni euristiche, intuitive, che non conducono sempre a decisioni pienamente ottimali.

1.2 Diritto e amministrazione di rischio

Se sociologia ed economia, in epoca recente, hanno iniziato a guardare con sempre maggiore attenzione al tema del rischio, questo ha viceversa subito, anche nel passato, una costante ed attenta opera di analisi da parte dei giuristi.

Esistono certamente istituti e branche del diritto, come il diritto delle obbligazioni e dei contratti, dell'impresa e della concorrenza, nei quali il rischio, individuato come "probabilità di una futura perdita economica", suscettibile di valutazione patrimoniale, entra a far parte delle fattispecie giuridiche.

Fenomeno invece assai diverso è quello riconducibile al c.d. "diritto del rischio", più strettamente riferibile alla società del rischio, laddove il diritto è chiamato a governare i citati rischi da ignoto tecnologico.

Ciò che caratterizza questi rischi, oltre all'incertezza circa il futuro verificarsi dell'evento dannoso, è la capacità che hanno di produrre effetti positivi a vantaggio di chi li assume, con l'eventualità che la decisione di sottrarsi ad essi possa, a sua volta, ingenerare un diverso e magari maggiore rischio, dovuto all'arresto dello sviluppo tecnologico.

Pertanto, posto che l'eventuale beneficio può essere raggiunto solo sottoponendosi ad un rischio, il soggetto pubblico è chiamato ad individuare il livello massimo di tollerabilità del rischio medesimo, di modo che, qualora il rischio di danno superi tale soglia, divenendo inaccettabile per la società, si imporrà, applicando il principio di precauzione, di rinunciare al potenziale beneficio.

In particolare, il diritto amministrativo si è sempre più spesso occupato della tutela dai rischi, specie con riferimento agli interessi dei cittadini, consumatori e utenti, che, possono venire raggiunti e lesi da decisioni rischiose.

Il rischio, assume così valenza giuridica, quale parametro “normativo” per la successiva adozione di misure cautelative e di prevenzione, orientate ad evitare che si verifichino futuri danni. Mentre la precauzione assurge a principio generale dell’*agere* amministrativo, e nella sua versione “temperata”, consente l’intervento pubblico solo se il rischio sia quantomeno probabile e fondato su accertamenti scientifici oggettivi.

Più in dettaglio, l’amministrazione del rischio si sostanzia, dapprima, in una fase di vera e propria regolazione, per mezzo della quale si formano regole “*risk-oriented*”, ed in seguito, nella loro applicazione.

Una volta che si sia compiuta la valutazione “tecnica” del rischio (rimessa a parametri e procedimenti scientifici), compito della regolazione sarà, sia quello di individuare, sulla base delle risultanze di questa, il livello di incertezza, connessa a quel dato rischio, accettabile per l’ordinamento, sia di assicurare lo svolgimento dell’ordinaria attività di gestione del rischio stesso, che potrà avverarsi, a seconda della diversa natura del rischio, nella previsione di divieti o nel rilascio di autorizzazioni allo svolgimento dell’attività, previa verifica del rispetto di determinati standard di rischio sostenibile.

In ultima analisi, la specificità dell’amministrazione di rischio emerge essenzialmente con riferimento alle regole per mezzo delle quali trova compiuta applicazione. Queste, infatti, danno veste giuridica alle risultanze di un precipitato scientifico (*i.e.* l’indice probabilistico), spesso incerto, il quale, non solo consente l’individuazione del rischio stesso, ma determina altresì il progressivo graduarsi delle regole, in funzione del diverso indice di probabilità che l’evento temuto possa compiutamente concretizzarsi.

La regolazione del rischio deve così necessariamente confrontarsi con l’incapacità della scienza di individuare con certezza il rischio e soprattutto il nesso di causalità intercorrente tra il fattore di rischio e il futuro danno potenziale, che appare quindi soltanto

probabile. Questa condizione di sostanziale incertezza scientifica impone allora il ricorso, quale norma di chiusura, al citato principio di precauzione, per rinvenire le regole cui assoggettare il rischio. Se, dunque, l'ordinaria attività di prevenzione dei rischi certi si sostanzia nella prescrizione di regole di protezione per la collettività destinataria dei rischi stessi, l'applicazione del principio di precauzione, secondo una visione moderata e ragionevole, mira piuttosto ad impedire un'attività quando vi sia una credibile probabilità, in luogo di una certezza, che essa possa causare, nel futuro, danni irreversibili, consentendo una notevole anticipazione della tutela degli interessi coinvolti. Ed è proprio con riferimento a quest'ultima ipotesi che la gestione dei rischi sembra riconducibile ad una amministrazione di rischio.

Quando, invece, di fronte ad un'elevata probabilità di danno potenziale, il rischio diventa emergenza, occorre farvi fronte con strumenti eccezionali, predefiniti e limitati sotto il profilo temporale, allo scopo di scongiurare il concretizzarsi di una lesione ad interessi tutelati dall'ordinamento.

In ultimo, si è andata a delineare una nuova frontiera nell'utilizzo di poteri emergenziali, finalizzati alla gestione straordinaria di un rischio significativo, rispetto al quale agiscono come strumenti stabili e di ordinaria attivazione. Il fenomeno appare riconducibile proprio all'affermarsi della «società del rischio», in cui l'emergenza non è più un dato eccezionale, ma la conseguenza dell'esistenza di uno stato costante di rischi certi o potenziali.

Un esempio di questa seconda dimensione del potere emergenziale è ben individuabile con riferimento alla legislazione in materia di banche, intermediari finanziari e imprese assicurative. Infatti, se l'attività dell'intermediario si pone in violazione della complessa normativa a tutela del risparmio, il legislatore, può imporne una limitazione, disponendo l'attivazione di una provvisoria gestione pubblica d'emergenza del soggetto vigilato, attraverso il suo commissariamento, da norme recenti esteso ad un novero di intermediari sempre più vasto. Lo scopo è di rimuovere quelle irregolarità in grado di determinare la possibile futura emersione di lesioni gravi per gli interessi pubblici coinvolti.

In questo si coglie la funzione di prevenzione insita in questa procedura straordinaria e speciale, funzionale alla pronta amministrazione dei rischi, per ricondurli al di sotto della soglia di accettabilità, senza l'espletamento, però, di poteri derogatori delle regole.

2. LA REGOLAMENTAZIONE DEL RISCHIO NEI MERCATI FINANZIARI

2.1 Rischio e mercati finanziari

La recente crisi economica e finanziaria ha reso ancor più evidente quanto il tema del rischio sia immanente al settore bancario e finanziario.

In particolare, l'attività bancaria non subisce solo i rischi tipici di qualsivoglia attività d'impresa, ma è per sua natura «intrinsecamente» rischiosa, proprio per la sua stretta correlazione con il risparmio, raccolto tra il pubblico.

L'attività creditizia, riservata, in via esclusiva, *ex art. 10 t.u.l.b.*, alle banche, si sostanzia infatti nello svolgimento di due distinte operazioni: da un lato, si ha la raccolta di depositi a breve, rappresentati in bilancio come passività, che ciascun risparmiatore, in ogni momento, può chiedere in restituzione; dall'altro lato, attraverso questi stessi fondi, si rende possibile l'erogazione di credito a più lungo termine, che, in bilancio, ingenera attività, le quali non possono essere, però, velocemente liquidate e smobilizzate.

L'intrinseca rischiosità dell'attività bancaria risiede quindi nello strettissimo legame tra raccolta a breve ed erogazione del credito a più lungo termine, laddove i rischi sono correlati ai rapporti obbligatori costituiti.

Tuttavia, la sempre maggior integrazione del mercato finanziario, attenuandone la tradizionale segmentazione, ha consentito alle banche di iniziare a svolgere, con sempre

maggior frequenza, anche attività d'intermediazione finanziaria, esponendole inevitabilmente ai rischi di mercato tipici di questa.

Inoltre, l'uso di nuove tecniche d'ingegneria finanziaria, quali la *securitization* e i derivati, comportando una netta scissione tra soggetto titolare e gestore del rischio, da un lato, e titolare del diritto di credito sottostante, dall'altro, ha poi consentito la sempre più massiccia finanziarizzazione dei rischi di credito (derivanti dai contratti di finanziamento), tramutati in rischi di mercato (a seguito della loro incorporazione in titoli); ciò ha generato una sovra-strutturazione e polverizzazione dei rischi tra una pluralità di soggetti, diffondendoli tra il pubblico degli investitori.

Questi nuovi modelli di *business*, oltre ad indurre ad una deresponsabilizzazione delle banche, liberatesi da parte dei rischi assunti, hanno anche reso più complessa l'opera di calcolo e controllo dei rischi, rendendo il mercato meno trasparente, e incrementando notevolmente la portata dei rischi stessi, in grado ora di produrre anche effetti sistemici che possono condurre alla crisi di un intero sistema finanziario.

2.2 Vigilanza prudenziale e regolamentazione di rischio

A fronte dello scenario sopra descritto, diviene necessario che gli ordinamenti giuridici non ignorino questi rischi, rinvenendo nuovi strumenti di gestione e controllo. Ed è proprio con riferimento ai mercati finanziari che si intende valutare la possibilità di adottare nuove regole, ispirate all'amministrazione di rischio e soprattutto al principio di precauzione, che consentano agli operatori di sostenere rischi di credito e di mercato, soltanto qualora giudicati di livello tollerabile, vietandone, negli altri casi, la relativa assunzione. Ancora una volta, momento essenziale sarà quello dell'individuazione del livello di rischio accettabile.

Nello studio monografico, che qui si riassume, vengono allora tracciate le linee guida lungo le quali si è mosso storicamente l'intervento pubblico sui rischi, scaturenti dai mercati bancari e finanziari.

L'originaria disciplina, sorta a seguito della grande crisi del '29, si poneva come un regime di eccezione rispetto al diritto comune che riconosceva all'impresa piena libertà nell'allocazione dei rischi. Le decisioni sui rischi da assumere erano, infatti, sottratte alla piena e libera disponibilità delle banche, attraverso un intervento pubblico di tipo dirigitico, sintetizzabile nella nota vigilanza strutturale.

Nel nostro ordinamento poi, questa forma di controllo diretto sugli operatori, era ancor più pregnante perché oltre ad essere esercitata attraverso autorizzazioni amministrative e l'imposizione di vincoli operativi, si affiancava alla proprietà pubblica degli istituti bancari.

Progressivamente però questa normativa speciale è stata ridimensionata. Si è infatti assistito al definitivo abbandono della vigilanza strutturale sugli operatori, divenuta incompatibile con il nuovo statuto dell'impresa bancaria, chiamata a competere con gli altri operatori europei, nell'ambito di un liberalizzato mercato unico dei capitali. Nel nuovo contesto, le decisioni sulla gestione ed allocazione dei rischi, sono state rimesse all'esclusiva e piena autonomia imprenditoriale delle banche.

Nondimeno, per evitare che le banche assumessero rischi eccessivi, guidate da ragioni di profitto, a discapito di rilevanti interessi pubblici, quali, *in primis*, la tutela del risparmio, era comunque necessario garantire una forma di vigilanza e "controllo" pubblico dei rischi.

Così, negli anni '80, si va affermando una nuova tipologia di vigilanza, cosiddetta di tipo prudenziale.

In questo modo, attraverso regole di prudenza che incidono su vari profili dell'attività ed organizzazione degli operatori vigilati, si impone loro il rispetto di coefficienti patrimoniali, con cui poter eventualmente far fronte ai rischi assunti. È il patrimonio dell'intermediario che assurge pertanto ad essenziale presidio dai rischi, garantendo la stabilità dell'intermediario stesso, anche qualora i rischi si concretizzino, generando perdite patrimoniali o momentanee carenze di liquidità.

In questo modo, benché l'affermarsi di un mercato finanziario perfettamente libero e concorrenziale abbia imposto che le scelte di gestione ed allocazione dei rischi venissero rimesse alla libera scelta degli intermediari, si afferma pur sempre un'attività di supervisione pubblica *ex ante*, c.d. "*market friendly*", che si limita a disincentivare le banche ad assumere rischi eccessivi, attraverso il ricorso alla leva dell'aggravamento dei requisiti patrimoniali.

Questa diversa impostazione di regolazione dei rischi ha trovato una prima, piena e compiuta affermazione, a livello internazionale, con l'Accordo sul capitale del 1988, anche noto come Accordo di Basilea I, adottato in seno al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, e successivamente rinegoziato anche a seguito della crisi economico-finanziaria del 2007.

Con questo primo Accordo, lo strumento utilizzato per garantire la costante adeguatezza patrimoniale della banca, rispetto ai rischi assunti, si sostanzia nell'imposizione di un coefficiente di capitalizzazione, detto "di solvibilità", consistente in un ammontare di patrimonio (almeno l'8 per cento delle attività della banca), da destinarsi alla copertura di eventuali carenze di liquidità connesse al rischio di credito. Il coefficiente patrimoniale così individuato veniva poi ponderato, a seconda della natura della controparte (governi, banche, imprese private), per il diverso rischio di credito ad essa riconducibile, secondo parametri differenziali, crescenti e fissi.

Oltre all'eccessiva semplificazione del calcolo della rischiosità, rimessa alla mera previsione di tali parametri e priva di un'attenta disamina dello specifico merito creditizio e delle peculiarità operative e patrimoniali di ciascun operatore, il vero limite dell'Accordo era l'aver preso in considerazione soltanto il rischio di credito, benché la nuova operatività delle banche le esponesse sempre di più anche ai rischi di mercato.

Con la revisione del 1996 si sono pertanto imposti accantonamenti patrimoniali, anche per fronteggiare i citati rischi di mercato, e al contempo si era prevista la possibilità che la misurazione del rischio avvenisse anche con l'uso di modelli interni redatti dalle banche, nel rispetto di tutta una serie di puntuali parametri.

Inoltre, benché questo originario modello di vigilanza prudenziale fosse stato pensato per le sole imprese bancarie, in Europa, le direttive di recepimento dell'Accordo ne hanno consentito una parziale estensione anche agli intermediari finanziari non bancari.

La vigilanza prudenziale così delineata ha poi subito una prima complessiva revisione con un nuovo Accordo (c.d. Basilea II), adottato nel 2004, il quale, ne ha interamente ridisegnato i contorni. Da segnalare, la revisione della disciplina dei coefficienti patrimoniali. Viene infatti superata l'originaria impostazione che li voleva rigidi e predeterminati, se ne considera ora non solo la dimensione strettamente quantitativa, ma anche quella qualitativa, rapportandoli alla specifica qualità delle varie componenti dell'attivo della banca, anche in relazione ai diversi rischi assunti.

La valutazione del rischio di solvibilità della clientela, viene rimessa, in via generale, *ab externo* alle agenzie di *rating*, ovvero, in taluni casi, all'organizzazione interna della banca, attraverso l'applicazione di modelli valutativi adottati dall'operatore, previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza.

Il 16 dicembre 2010 è stato poi stipulato un nuovo Accordo sul Capitale (meglio noto come Basilea III).

Questo, pur comportando un rafforzamento delle regole prudenziali, allo scopo di colmarne le ormai evidenti carenze, non abbandona l'originaria impostazione che mira ad assicurare la stabilità del sistema bancario, imponendo ai singoli operatori il rispetto di indici patrimoniali predefiniti, con cui far fronte ai rischi assunti. Certamente si impone un miglioramento qualitativo e quantitativo degli strumenti finanziari da computare nel calcolo del patrimonio di vigilanza, ma, nella sostanza, rimane ancora fortemente radicata la convinzione che l'adeguatezza del capitale continui ad essere la miglior forma di disincentivo all'assunzione di rischi eccessivi.

Sicché, dette regole prudenziali, ispirandosi all'efficienza economica, tentano di contrastare e prevenire i fallimenti di mercato, ma la valutazione, decisione e gestione dei rischi resta rimessa alla piena libertà e disponibilità degli operatori.

In questo momento di svolta, sembra invece affermarsi l'esigenza di «rivedere» la supervisione pubblica, orientata al c.d. tocco leggero (*light touch*), mettendo inevitabilmente, ancorché implicitamente, in discussione un intervento pubblico di *supervision*, che, alla resa dei conti, si esaurisce in un «visto» sulle scelte compiute da altri.

L'idea è di consentirne l'avvicendamento con una supervisione intensiva (*intensive supervision*), di cui, a nostro parere, vi è già un primo riscontro nell'ampiamiento dei poteri pubblici inibitori riconosciuti in capo alle Autorità di vigilanza, di cui si dirà nel §§ 4.1. e 5.2.

Occorre allora valutare se sia possibile “ripensare” l'intervento pubblico in materia, applicando anche ai mercati finanziari una forma di amministrazione di rischio, culminante, specie nei casi di eventi dannosi particolarmente infausti o addirittura catastrofici, nel ricorso al principio di precauzione.

Se l'attività di “diagnosi precoce”, tipica delle regole prudenziali, finisce col coincidere con l'attività di prevenzione dei rischi certi e dei danni temuti, la regolazione di rischio consentirebbe invece l'uso di strumenti precauzionali con cui anticipare l'intervento pubblico, di tutela e gestione dei rischi, divenuti sempre più incerti, ad una fase in cui ancora non vi sia certezza che le condotte tenute siano foriere di futuri eventi dannosi, benché sia probabilisticamente sostenibile, sulla scorta di dati tecnico-scientifici, che ciò possa verificarsi.

3. REGOLAZIONE DEL RISCHIO NEL DIRITTO DELLA CRISI

3.1 Il fallimento della regolamentazione prudenziale e la crisi del controllo del rischio

La crisi economica e finanziaria ha reso evidenti le molteplici carenze della regolamentazione prudenziale, la quale, potendo intervenire solo attraverso un controllo esterno sulla gestione dei rischi, non è riuscita a contenerli. Le sempre più complesse

operazioni di ingegneria finanziaria hanno infatti consentito agli operatori di aggirare le regole prudenziali, esponendosi a rischi poi esternalizzati ed avulsi da ogni controllo pubblico; inoltre, regole e regolatori ignoravano il profilo sistemico dei rischi assunti.

Notevoli dubbi sono stati sollevati anche con riferimento alle procedure che conducono all'approvazione degli Accordi di Basilea, nelle quali, l'aver garantito, di fatto, strumenti di partecipazione attiva, a vantaggio dei soli soggetti regolati, ha consentito loro di avviare azioni di *regulatory capture*, attraverso le quali hanno potuto incidere sull'oggetto stesso delle regole prudenziali, plasmandole alle loro esigenze. Il Comitato giunge infatti alla configurazione degli standard di prudenza a seguito di una serrata negoziazione con i destinatari. Gli standard non maturano quindi a seguito di specifiche istruttorie tecnico-scientifiche, poste in essere da soggetti indipendenti, ma recepiscono piuttosto le istanze avanzate dagli operatori coinvolti.

Tutto ciò conduce a ritenere che, nella sostanza, gli standard elaborati, all'esito di tali contrattazioni tra regolatori e regolati, siano assimilabili ad ipotesi di autodisciplina privata.

A tacere poi del fatto che, restano pressoché esclusi dalla consultazione, sia gli esponenti della comunità scientifica, sia i risparmiatori: i primi privi di incentivi, i secondi carenti delle risorse necessarie. Siamo, quindi, in presenza di una discutibile «rivisitazione», in chiave globale – ma, al contempo, assai parziale –, dell'istituto del *notice and comment* statunitense, per cui il procedimento si apre unicamente agli interessi degli operatori economici destinatari delle regole. In definitiva, gli standard di Basilea sembrano coincidere con dei livelli minimi di sicurezza al contenimento dei rischi, basati su presupposti contabili e, soprattutto, «concordati» tra regolatori e regolati, attraverso le massicce consultazioni cui, di fatto, solo gli intermediari sono ammessi.

Il risultato è la creazione di un'articolazione di norme che, apparentemente, danno soddisfazione ai regolatori perché sembrano «imbrigliare» i sottoposti al canone della prudenza, ma che, comunque, possono risultare di difficile applicazione o di facile elusione.

Al contempo, le stesse regole ignorano una serie di rischi che non si ha la forza politica di controllare (grandi banche, sistema bancario ombra) o l'acume di rilevare (concentrazioni di crediti).

Tutto questo comporta che la regolamentazione prudenziale dei rischi sia molto distante dalla regolazione di rischio, nota al diritto amministrativo, poiché nella prima viene sostanzialmente ridimensionato ed emarginato il ruolo della pubblica autorità. Si tratta dunque di un fenomeno da tenersi distinto anche dalla c.d. *meta-regulation*, in cui ci si limita ad esternalizzare ai privati le fasi di gestione applicativa e controllo dei rischi, rimanendo però la valutazione di rischio e connessa scelta del livello di rischio accettabile ben salda alla mano pubblica.

Ed invero nell'amministrazione di rischio, qualora ci si avvalga di standard, questi vengono adottati a seguito di un bilanciamento tra interessi contrapposti e mirano ad individuare, in ottica precauzionale, la soglia minima di rischio tollerabile, al di sotto della quale si potrà evitare l'accertamento del fatto incerto, perché giuridicamente irrilevante.

Viceversa, gli standard «negoziati» in seno al Comitato di Basilea, non si fondano sulla primaria esigenza di governare l'incerto, a tutela di interessi pubblici, ma sulla necessità di uniformare le regole della finanza globale. A questo scopo, il livello di rischio così individuato, è allora ritenuto accettabile, non perché parametrato alle risultanze di istruttorie tecnico-scientifiche, ma perché condiviso dai destinatari, uniformato alle loro migliori pratiche e perciò compatibile con le ragioni della competitività. Inoltre, il superamento di tale soglia di rischio non è vietata agli operatori, ma solo disincentivata.

Insomma, la regolamentazione prudenziale viene elaborata in mancanza di un confronto costante ed aperto con la scienza, tipico della regolazione dei rischi; la partecipazione ai procedimenti globali, preposti alla formazione delle regole, è pericolosamente unidirezionale; non sembra che il regolatore riesca a raggiungere un profilo di terzietà rispetto alle informazioni acquisite, all'insegna della tutela dei beni collettivi coinvolti; non è chiaro in base a quale scala di valori sia stabilito il livello di rischio tollerabile.

Viene, allora, da chiedersi se le modalità di redazione degli standard ed i loro contenuti assicurino la tutela del risparmio, valore costituzionalmente protetto, quanto meno nel nostro ordinamento nazionale.

A conferma di quanto appena esposto, non si deve dimenticare che molti esperti, matematici e soprattutto economisti, sono critici in merito alla regolamentazione dei mercati basata su dette regole prudenziali, perché giudicate, per taluni aspetti, onerose per gli operatori e assolutamente inadeguate a perseguire gli obiettivi prefissati.

Intanto, la nota legge di *Goodhart* manda in crisi l'intervento pubblico fondato su disposizioni meramente incentivanti, indicando l'evidenza empirica per cui, ogniqualvolta il regolatore si avvalga di indicatori e parametri statistici per sintetizzare un fenomeno complesso, questi perdono di valore, se vengono assunti come obiettivo da raggiungere per i regolati, a causa degli inevitabili comportamenti opportunistici che ne scaturiscono per entrambe le parti.

Molte sono poi le censure mosse ai modelli di valutazione dei rischi di mercato, adottati dagli operatori finanziari, in forza degli stessi Accordi di Basilea (c.d. VaR). Si tratterebbe infatti di schemi che sottostimano la probabilità di subire perdite e soprattutto l'ammontare delle perdite effettive, le quali, qualora il mercato subisca un crollo, possono essere molto più grandi di quelle teorizzate (c.d. *overhang*). Le perdite effettive possono essere catastrofiche.

Si osserva, inoltre, che i difetti dei modelli, conducenti ad una sottostima dei rischi, si sono riscontrati in ciascuna delle crisi internazionali verificatesi nell'ultimo quindicennio, cioè da quando Basilea ha recepito e standardizzato questo opinabile metodo di calcolo del rischio, guarda caso, nato nelle stanze di una nota banca commerciale americana.

In ogni caso, si deve ricordare che le visioni della scienza su queste problematiche sono molto diversificate e, spesso, opposte: di certo vi è l'incertezza della scienza.

Ma allora, come si può dubitare che l'ossatura giuridica delle regole da porre ai mercati muova da accertamenti tecnico-scientifici, svolti secondo i crismi dell'istruttoria amministrativa? Pensiamo, insomma, a percorsi analoghi a quelli sviluppatisi nell'ambito del c.d. diritto del rischio.

Le criticità illustrate hanno contribuito ad erodere l'efficacia della regolamentazione prudenziale.

Ciò non sembra affatto essere indice di un generale fallimento dell'intervento pubblico sul mercato, quanto di un fallimento della regolamentazione, cioè di questa specifica tipologia d'intervento pubblico *market friendly*. Infatti, simile regolamentazione dovrebbe avere, tra i suoi paradigmi, l'efficienza economica. Ma se i fatti dimostrano che tale efficienza non è stata perseguita, se ne dovrebbe dedurre il fallimento delle regole ispirate al mercato.

Si deve allora ammettere di trovarsi di fronte ad un fallimento delle regole, dipendente, però, dal loro essere – si passi il termine – «poco pubbliche», o forse meglio, malate di un'ormai insano ibridismo tra pubblico e privato, tra stato e mercato.

Alla soluzione dei problemi che la crisi ha evidenziato non si perverrebbe allora, né aumentando le regole prudenziali, né tantomeno eliminandole *tout court*, rimettendo il controllo dei rischi alla piena disponibilità degli operatori – come pure qualcuno ha paventato –, ma neppure limitandosi a cambiare i contenuti delle medesime regole, incidendo su coefficienti o presupposti contabili; si dovrebbe, infatti, cominciare a considerare l'idea di approntare strumenti pubblici di controllo dei rischi, diversi dalla regolamentazione prudenziale.

L'alternativa dovrebbe partire da un'analisi scientifica e tecnica dei rischi, di stampo indipendente, affatto legata agli interessi economici delle banche, maggiormente protesa alla tutela del risparmio, e che, soprattutto, prenda atto della scarsa tenuta della teoria dei mercati efficienti. I risultati dovrebbero poi venire utilizzati non per delineare una fitta rete di regole che pretendano di disciplinare quei rischi in sostituzione al libero comportamento degli operatori, e dunque in sostituzione del mercato, ma per giungere ad

elaborare pochi e semplici divieti e qualche intervento pubblico in chiave precauzionale, volto a reprimere o, comunque, a disciplinare quei comportamenti, indicatori di un rischio non tollerabile dall'ordinamento, perché minaccioso, al di sopra di una soglia accettabile, per gli interessi pubblici coinvolti.

Tuttavia, a livello internazionale, con l'Accordo di Basilea III del 2010 si è preferito continuare a prevedere sempre più stringenti parametri patrimoniali e di ponderazione dei rischi, rimanendo nel solco della regolamentazione prudenziale, pur rivelatasi inefficace, se non addirittura fondata su presupposti scientificamente inattendibili.

3.2 L'emersione del rischio sistemico (aiuti di stato, politiche monetarie e meccanismi di stabilità)

È sistemico, quel rischio macroeconomico che, in forza della stretta interconnessione tra intermediari e mercati, è in grado, sprigionando un forte effetto contagio, di compromettere significativamente il regolare funzionamento, l'integrità e la stabilità dell'intero sistema finanziario o di parte rilevante di esso, con successiva ripercussione al sistema economico.

Nell'ultima crisi, rischi sistemici sono stati in gran parte originati da quelle nuove tecniche finanziarie e contabili, attuate dagli operatori per rispettare le regole prudenziali, diminuendo i rischi assunti dalla singola impresa.

Per affrontare e ridurre questi specifici profili di rischio, sembrano doversi ammettere interventi pubblici *ex ante*, dotati di valenza preventiva, perché gli interventi *ex post*, a crisi conclamata, oltre alla ridotta efficacia, sono assai dispendiosi per le finanze pubbliche, sostanziandosi, in genere, nel salvataggio degli intermediari, tramite l'erogazione di ausili pubblici, cui spesso si affiancano notevoli deroghe alle regole di concorrenza.

Ciò è complicato dal fatto che il rischio sistemico si manifesta quando si è ormai già verificato un intenso effetto di propagazione nel mercato. Appare allora necessario che l'intervento pubblico sia anticipato alla fase antecedente al presentarsi di pericoli di danno, ovvero di minaccia grave, allo scopo di attuare quegli interventi più apertamente precauzionali, che altrimenti, non sarebbero più attivabili.

Anche in Europa, come nel Nord America, la necessità di fermare la propagazione del rischio sistemico ha imposto la predisposizione di specifiche misure volte a “sostenere” gli operatori; successivamente l'Unione ha provveduto all'istituzione di nuove Autorità deputate al controllo di tale rischio.

L'aver predisposto un'ingente mole di sussidi pubblici per il mercato finanziario, ha però incrementato notevolmente il debito pubblico degli Stati, facendo sì che gli effetti della crisi si riverberassero anche su di essi.

Proprio con riferimento a questo secondo versante della crisi, che riguarda essenzialmente la stabilità finanziaria degli Stati, sono emerse tutte le debolezze dell'attuale modello europeo, dove permane una netta scissione tra politiche monetarie, attuate a livello centrale, e gestione del debito pubblico rimesso invece ai singoli Stati membri. Si sono inoltre manifestate numerose lacune in merito ai poteri di intervento della Banca centrale.

Quando la crisi di liquidità si è estesa agli Stati sovrani, la Bce ha adottato, fin da principio, misure di politica monetaria (che, in quanto tali, esulano dalla disciplina degli aiuti di stato), attraverso le quali ha avviato interventi di acquisto di titoli del debito pubblico ed operazioni di rifinanziamento di lungo termine a favore delle banche.

Come per il sostegno finanziario alle banche, anche in questo caso, l'intervento europeo si è mosso, nell'immediato, lungo il percorso dell'amministrazione dell'emergenza.

Tuttavia, benché tali acquisti siano formalmente rispettosi del divieto di finanziamento monetario, sancito dall'art. 123 TFUE (divieto di acquisto diretto, presso gli Stati, di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali

nazionali), sono comunque riconducibili alla prestazione di credito di ultima istanza agli Stati; ruolo che però i Trattati non attribuiscono alla Bce.

È sembrato pertanto emergere un aperto contrasto tra la condotta della Bce e l'art. 125 TFUE, il quale stabilisce che l'Unione non risponde, né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali (c.d. *no bail out clause*).

Anche a causa delle illustrate carenze normative, la Bce, ritenendo impraticabile un'operazione massiccia di acquisto dei titoli di stato dei paesi a *rating* più basso, è stata costretta a trovare un palliativo, politicamente più sostenibile, per contenere il temuto nuovo rischio di collasso del sistema bancario europeo, troppo esposto, questa volta, verso gli Stati giudicati inaffidabili dai mercati.

Lo scopo è stato raggiunto grazie ad un altro strumento di politica monetaria non convenzionale, rappresentato da una peculiare tipologia di rifinanziamento delle banche da parte della Bce, la cui particolarità è consistita, fra l'altro, nel riconoscere alle banche beneficiarie anche la possibilità di offrire, a garanzia collaterale, titoli normalmente non accettati perché troppo rischiosi, quali appunto taluni titoli del debito pubblico. Inoltre la Banca centrale ha deciso di acquisire, a garanzia di dette operazioni di rifinanziamento, anche obbligazioni bancarie, che risultavano essere, in gran parte, garantite dallo Stato.

Sebbene il credito macro dispensato dalla Banca europea, nei termini illustrati, sia formalmente riconducibile ad un'operazione di politica monetaria di sua competenza, la concreta disciplina del finanziamento finisce per renderne controversa la legittimità. Alla resa dei conti, la Banca centrale europea viene infatti a detenere garanzie pubbliche e titoli di debito dello Stato membro interessato, acquisiti, è vero, a titolo di garanzia, ma comunque potenziali crediti verso il settore pubblico, nel secondo caso, a condizioni che il mercato non avrebbe concesso. Ciò si pone al limite del divieto, sulla stessa incombente, di dispensare qualsiasi forma di facilitazione creditizia agli Stati membri (*ex art. 123, par 1, TFUE*), dove, per tale, va ritenuta anche "qualsiasi transazione con il settore pubblico che comporta o può comportare un credito verso di esso". L'unico modo per uscire dall'*impasse* sembra riposto nell'interpretazione che, valorizzando la lettera della

disposizione, consenta di concludere che, nel caso all'esame, la transazione sia avvenuta con il settore privato – le banche appunto – e non con gli Stati garanti.

In ogni caso, per quanto riguarda le obbligazioni bancarie garantite, la Banca centrale europea, con una decisione del luglio 2012, ha limitato il ricorso a tale tipo di intervento.

Per altro verso, acquisendo titoli del debito pubblico, ancorché in garanzia, e assumendo, ancora una volta, nei fatti, il ruolo di garante di ultima istanza, la Bce si espone nuovamente a dubbi di conformità rispetto al divieto di *bail out*.

Sembra quindi necessario tracciare linee di riforma della politica monetaria europea, introducendo una revisione, anche istituzionale, delle regole in materia.

Ad oggi, le soluzioni maggiormente praticabili sembrano essere due: garantire una centralizzazione, affianco della politica monetaria, anche della politica fiscale; ammettere un diretto intervento della Bce quale prenditore di ultima istanza dei titoli del debito pubblico, cui conseguirebbe il configurarsi di una «garanzia implicita» sul debito pubblico da parte della stessa Bce.

Tuttavia nessuna di queste soluzioni sembra al momento esser stata presa in considerazione.

L'illustrata crisi dei debiti sovrani ha quindi rischiato di compromettere l'esistenza stessa della moneta unica.

Questo ha spinto gli Stati membri ad adottare meccanismi emergenziali, ispirati alla mutualità e finalizzati a ripartire l'eventuale danno individuale, in modo da poterlo meglio sopportare.

Con regolamento (UE) dell'11 maggio 2010, n. [407/2010](#) è stato, istituito il c.d. fondo europeo salva Stati (*European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM*), cui ha fatto seguito la costituzione di una società veicolo l'*European Financial Stability Facility (EFSF)*, la quale, mediante l'emissione di obbligazioni garantite dagli Stati, avrebbe

provveduto alla raccolta di risorse, da impiegare per dare sostegno a paesi europei in difficoltà.

Con l'aggravarsi della crisi, questo primo fondo è stato poi sostituito dalla costituzione di una compiuta istituzione finanziaria internazionale, l'*European Stability Mechanism*, la quale potrà anche acquistare titoli del debito pubblico degli Stati membri, sia nel mercato primario che in quello secondario.

Guardando a questo complessivo strumento di mutua assicurazione, occorre allora chiedersi se risponda, o meno, ad un implicito recepimento del principio di precauzione.

Sicuramente con esso gli Stati aderenti si impegnano a predisporre risorse con cui garantirsi la copertura di un rischio esterno, dipendente dal verificarsi di eventi futuri ed incerti, segnatamente consistenti nel rischio di inadempimento di Stati sovrani. Ma la mutualità dei rischi che ne deriva sembra essere finalizzata a garantire una forma di protezione finanziaria (e distribuzione economica del rischio), tipica di ogni modello assicurativo, piuttosto che una concreta attività di prevenzione del danno.

Il Meccanismo europeo di stabilità non risponde quindi ad una funzione precauzionale, quanto piuttosto ad una funzione di protezione economica dal rischio.

La logica precauzionale viene anzi ulteriormente frustrata dalla possibilità accordata al Mes di emettere *bonds* per reperire le risorse necessarie all'adempimento della sua funzione, con conseguente polverizzazione del rischio, derivante dalla temibile finanziarizzazione della stessa copertura assicurativa. C'è quindi da augurarsi che tale meccanismo di mercato incorporato nell'istituzione, non prenda il sopravvento rispetto alle logiche mutualistiche, certamente insite, nel reciproco sostegno di Stati sovrani in corso di federalizzazione.

4. PER UNA RICOSTRUZIONE DELL'AMMINISTRAZIONE DI RISCHIO NEI MERCATI FINANZIARI

4.1 Prevenzione e poteri inibitori

Di norma, i poteri amministrativi inibitori vengono ricondotti alla funzione di controllo; infatti, in genere, essi afferiscono alla verifica circa la conformità di un'attività privata al paradigma normativo, con conseguente adozione delle misure inibitorie in caso di esito negativo del riscontro.

In particolare, le misure inibitorie impongono la cessazione definitiva o l'interdizione temporanea (e provvisoria se cautelare), dello svolgimento di un'attività ritenuta illegittima, perché in contrasto con leggi o regolamenti.

Passando dall'analisi della funzione alla valutazione della natura del provvedimento, l'inibizione pare assimilabile ad una sanzione amministrativa, per la parte in cui va intesa quale conseguenza a carico del privato, derivante dalla violazione di una norma; sebbene, d'altro canto, difetti dell'elemento tipico della sanzione, consistente, invero, nella valenza punitiva del rimedio diretto ad arrecare all'autore della violazione un danno a scopo afflittivo. Al contrario, l'intervento inibitorio sembra, infatti, piuttosto diretto a porre a carico del privato-destinatario, le conseguenze pregiudizievoli, o comunque sfavorevoli, derivanti dall'atto o attività da questi posta in essere *contra legem*, e solo in questi termini è suscettibile di rientrare nella sfera sanzionatoria, divenendo dunque qualificabile, al più, quale sanzione in senso lato.

Al contempo, però, l'esercizio della potestà inibitoria impone non solo una valutazione circa gli esiti di condotte passate, ma anche un'analisi degli orientamenti futuri dell'attività posta in essere dall'operatore sottoposto alla misura, che può tradursi nell'adozione di misure positive contenenti un ordine di astenersi da un non fare, o nel caso di condotte omissive, un obbligo di fare.

Anche nella disciplina speciale dei mercati finanziari, i poteri interdittivi, riconosciuti dalla legge alle Autorità di settore, sono oggi pienamente riconducibili a

finalità preventive di tipo inibitorio, e mirano quindi a tutelare gli interessi pubblici sottesi, ripristinando lo *status quo*, antecedente la loro lesione, messa in pericolo, o esposizione a rischio.

A questo scopo, in attuazione della legislazione europea, nel t.u.l.b. e nel Testo unico dell'intermediazione finanziaria, sono, fin dal 2006, previsti alcuni specifici poteri inibitori.

In particolare, in tema di vigilanza regolamentare, gli attuali artt. 53, 67, 108 e 109 del t.u.l.b. e l'art. 7 del t.u.i.f. (con riferimento rispettivamente alla singola banca, al gruppo bancario, agli intermediari non bancari dell'art. 106, al gruppo finanziario e agli intermediari abilitati allo svolgimento dei servizi d'investimento), individuano alcuni provvedimenti di natura non regolamentare, per mezzo dei quali la Banca d'Italia può disporre l'interdizione di una parte dell'attività dell'intermediario che ne sia destinatario.

Queste misure possono essere ricondotte ad una prima embrionale forma di amministrazione di rischio nel mercato bancario e finanziario.

Più in dettaglio, i provvedimenti in questione, possono comportare la restrizione delle attività o della struttura territoriale della banca, dell'intermediario o del gruppo; il divieto di effettuare determinate operazioni, e di distribuire utili o altri elementi del patrimonio; ovvero, con riferimento a strumenti finanziari computabili nel patrimonio di vigilanza delle banche, il divieto di pagare interessi (d.lgs. 239/2010).

In questo modo, imponendo all'operatore l'obbligo di astenersi da un fare, si cerca di ridurre l'esposizione ai rischi, per ricondurlo nell'alveo della sana e prudente gestione, e prevenirne futuri scenari di crisi.

Nonostante la lettera della norma non sia chiarissima, i provvedimenti descritti sembrano partecipi di un potere di controllo *ex post*, piuttosto che della potestà regolamentare, pure richiamata negli stessi articoli e preposta ad orientare i comportamenti dei vigilati attraverso l'applicazione di svariate norme prudenziali. Infatti, detti

provvedimenti particolari risultano essere l'immediata conseguenza del mancato o *cattivo rispetto* delle suddette regole di prudenza.

Tuttavia, il ricorso a tali interventi pubblici non presuppone sempre la violazione delle regole. Le norme infatti, subordinano, al più, l'esercizio del potere inibitorio, al fatto che «la situazione lo richieda».

Insomma, l'attività oggetto di inibizione non è detto sia di per sé vietata, né è assolutamente necessario che sia in contrasto con una norma giuridica. Sembra, quindi, trovarsi di fronte ad una fattispecie molto diversa rispetto all'espunzione dall'ordinamento di atti o attività contrastanti con il paradigma normativo di cui si diceva in esordio: si verifica, infatti, l'inibizione di attività giudicate «rischiose» per il miglior contenimento dei rischi – non specificati né a priori vietati –, eventualmente a causa di altri e diversi comportamenti tenuti dai vigilati, non perfettamente allineati con i fini della vigilanza. L'inibizione si propone, perciò, di perseguire comportamenti illeciti, piuttosto che illegittimi, ovvero lesivi degli interessi giuridicamente protetti, in contrasto con i principi di contenimento del rischio.

D'altro canto, non deve poi stupire che i provvedimenti inibitori, adottati per la tutela dei mercati finanziari, si prestino ad essere associati ad una più «fluida» elusione delle regole, piuttosto che alla loro «secca» violazione, incrementando per tale via la discrezionalità amministrativa dell'Autorità chiamata a ricorrervi. Invero, detti provvedimenti vanno letti in stretta correlazione con le regole prudenziali, al cui rispetto sono preposti; ma queste, come abbiamo visto, sono sintetizzabili in un complesso «marchingegno» di incentivi e disincentivi – in luogo di ordini e divieti –, finalizzati al contenimento dei rischi. Sembra dunque naturale che anche i controlli, dovendo fronteggiare gli «orientamenti» dei vigilati, scivolino sullo stesso crinale, incentrato sul mero «indirizzo» dei comportamenti, e di converso possano prescindere, per attivarsi, della netta violazione delle regole.

Gli effetti sono, quindi, paradossali, perché il controllo esterno dell'autorità, sui rischi assunti, così delineatosi, finisce per risultare assai limitativo di quell'autonomia imprenditoriale che la stessa regolamentazione prudenziale ha eretto a simulacro.

Detti ordini di non fare acquistano infatti la veste di puri rimedi preventivi di future possibili lesioni degli interessi dei risparmiatori e degli investitori.

Sembra allora potersi sostenere che tali provvedimenti paiono sempre più ascrivibili ad una funzione di precauzione avverso rischi potenziali, non ancora avveratisi, connotati da margini di inevitabile incertezza, proprio in applicazione dei modelli della vigilanza regolamentare; essi finiscono quindi per orientare in positivo la condotta degli operatori rispetto all'assunzione dei rischi.

In altri termini, l'inibizione non cela l'inidoneità, temporanea o definitiva, del soggetto a svolgere una certa attività, bensì l'incremento della rischiosità dell'attività al di sopra di una soglia tollerabile.

Sicché, proprio come nell'amministrazione di rischio ispirata al principio di precauzione, si fa derivare da situazioni non pienamente definite, o da valutazioni per natura incomplete, l'inibizione di un'attività giudicata rischiosa.

Del resto, i processualisti, che hanno tentato di coniugare la tutela cautelare con il diritto del rischio, hanno evidenziato tutte le difficoltà derivanti dalla rilevanza giuridica attribuita al rischio incerto, cui si voglia ricondurre un'inibitoria solo precauzionale e non da illecito consumato.

Da segnalare, infine, che il diffondersi dei descritti poteri amministrativi inibitori sembra in grado anche di innescare l'incremento delle possibilità di tutela per i privati dinnanzi all'autorità giudiziaria, in relazione ai casi in cui i primi siano stati lesi dall'attività, o più spesso dalle omissioni dell'Autorità di settore.

A fronte dell'inerzia delle Autorità amministrative che non esercitino i riconosciuti poteri inibitori, i privati risparmiatori, ovvero, a seconda dei casi, gli investitori, o

comunque gli acquirenti di un servizio finanziario, a talune condizioni, possono infatti agire avverso simile silenzio.

4.2 Possibile estensione del principio di precauzione ai mercati finanziari

In definitiva, a parere di chi scrive, occorre porre in discussione la *ratio* stessa della regolamentazione prudenziale, rinvenendo strumenti alternativi, maggiormente efficaci, in grado di valorizzare ciò che le regole prudenziali hanno da sempre ignorato, ma che rappresenta invece un elemento tipico dell'attuale mercato bancario e finanziario: l'incertezza.

Ragionando in questi termini, sarebbe possibile individuare regole ispirate al principio di precauzione che contemplino una graduazione della portata dell'intervento pubblico in relazione al diverso livello di incertezza connesso all'attività oggetto di regolamentazione. Se da analisi tecniche, condotte con l'ausilio della scienza statistica, della matematica finanziaria e della fisica quantistica, nell'ambito della regolazione del rischio, da parte delle autorità preposte – che in questi termini tornano ad ingerirsi dei rischi –, emerge la probabilità che certi comportamenti siano potenzialmente «eccessivamente» rischiosi per la tutela del risparmio e la stabilità dell'intermediario e del mercato, si deve consentire alle stesse autorità di dare ai privati disposizioni per la gestione del rischio, anche precauzionali, tramite ricorso ad eventuali divieti temporanei, autorizzazioni, indicazioni di standard, ecc.

In questo modo, la risposta, che la scienza non sa dare, viene ritrovata nel diritto, grazie ad un bilanciamento degli interessi in gioco, espressamente ammesso da una fonte giuridica, nel rispetto dei principi generali dell'azione amministrativa, primo fra tutti il principio di ragionevolezza. La precauzione concorre così a diminuire l'incertezza, consentendone la gestione.

Il punto diviene allora capire se, ed in quali termini, il principio di precauzione si possa estendere ai mercati finanziari.

L'approccio preferibile è indagare se tale estensione possa avvenire a livello europeo, superando in questo modo eventuali contrarietà di singoli ordinamenti giuridici nazionali.

Nel diritto europeo, il principio di precauzione è ormai pacificamente considerato un principio generale dell'azione amministrativa. Ma se così fosse, non lo si potrebbe ritenere confinato al diritto ambientale, oltre a considerarlo applicabile anche nei casi in cui la legislazione non lo contempra espressamente.

Ne deriverebbe che esso dovrebbe essere automaticamente vigente nei singoli ordinamenti nazionali (e qui si veda l'art. 1, comma 1, della l. n. 241/1990, come modificato dalla l. n. 15/2005), a prescindere dalla materia di applicazione; quindi le amministrazioni competenti in settori a rischio elevato dovrebbero assumerlo a parametro della loro azione.

In definitiva, riteniamo che nulla osti, o meglio, tutto conduca all'estensione del principio di precauzione anche a materie diverse da quelle contemplate dall'art. 191, TFUE. In tal senso potrebbero certamente disporre gli Stati membri e l'Unione medesima, la quale, peraltro, ha già, di fatto, esteso il principio di precauzione a comparti solo indirettamente connessi alla tutela della salute e dell'ambiente (si pensi alla politica dei consumatori), come pure a settori del tutto estranei. A quest'ultimo proposito ricordiamo, ad esempio, la disciplina a tutela degli interessi di bilancio dell'Unione (cfr. decisione 2008/969/CE, sul Sistema di Allarme Rapido, c.d. SAR).

Una seconda questione è invece quella attinente all'interpretazione preferibile da dare allo stesso principio di precauzione, per evitare che una troppo rigida applicazione lo renda a sua volta paralizzante e controproducente.

Tenuto conto che anche in condizioni di ordinarietà i mercati sono sempre, per loro natura, rischiosi, sembra opportuno limitare l'applicazione del principio di precauzione alle sole ipotesi di esiti catastrofici. Ciò presuppone l'esistenza di autorità pubbliche preposte al controllo dei rischi generati dall'innovazione finanziaria, dotate del potere di

condurre istruttorie tecniche, coinvolgenti le scienze interessate, di stampo analogo a quelle previste, ad esempio, in Europa, per i prodotti alimentari, farmaceutici o industriali.

In ogni caso, la soluzione di estendere l'azione precauzionale ai mercati finanziari presuppone l'ascensione, seppur difficoltosa, del principio di precauzione al livello globale; nel lungo periodo, non possono, infatti, essere solo autorità nazionali o regionali (ad esempio europee) ad introdurlo, se non a pena di creare temibili distorsioni concorrenziali.

5. AUTORITÀ PUBBLICHE E RETI EUROPEE DI PREVENZIONE E CONTROLLO DEL RISCHIO SISTEMICO

5.1 Nuove dinamiche cooperative per il governo del rischio e amministrazione a rete

La disciplina del rischio può dispiegare effetti anche sull'organizzazione amministrativa, quale riflesso delle esigenze della regolazione del rischio stesso. Infatti, l'amministrazione a rete sembra particolarmente consona a garantire la gestione del rischio, sia per la sua capacità intrinseca di raggiungere simultaneamente le variegate frammentazioni dei rischi stessi, sia perché, da tempo, le P.A., a diversi livelli, cercano di sfruttare la rete per governare le emergenze, evenienze che si realizzano quando i rischi raggiungono l'indice massimo di probabilità di verifica dell'evento.

Se a livello globale, da tempo, si sono formate reti transnazionali di regolatori dei mercati finanziari – attualmente oggetto di pressanti critiche –, in ambito europeo si è assistito ad un processo inverso, culminato nel «solidificarsi» delle pregresse reti di regolatori finanziari nazionali in autorità sovranazionali. Sulla scia di quanto già avvenuto negli Stati Uniti, da tempo inclini a rimettere la regolazione e gestione dei rischi ad apposite agenzie amministrative, anche in Europa ci si era infatti mossi verso l'istituzione, nei settori più disparati, di Autorità europee, in parte dedicate all'«amministrazione» del rischio. Fino a poco tempo fa ne restava, però, escluso il settore finanziario, adesso allineato quanto meno con il modello di organizzazione amministrativa già invalsa per altri mercati.

L'avvento delle Autorità sovranazionali non comporta l'abdicazione dello strumento della rete, che anzi viene valorizzata, risultando infrastruttura essenziale per coniugare la vigilanza macroprudenziale (facente capo all'*European Systemic Risk Board*), con la vigilanza micro. All'uopo viene, infatti, creato il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (Sevif): nuova rete europea per la cooperazione tra regolatori nazionali e novelle Autorità dell'Unione.

Il modello della rete crea infatti un assetto organizzativo policentrico, in grado di esercitare una vigilanza macroprudenziale sui rischi sistemici, proprio perché capace di interconnettersi velocemente con le singole Autorità di microvigilanza, sia europee, sia nazionali. E, in effetti, la struttura in cui è composta la rete, ripartita in «monadi», agilmente interconnesse, sembra presupposto indispensabile per affrontare tale tipologia di rischi, che possono mettere a repentaglio un sistema.

Difatti, principale caratteristica delle reti, anche istituzionali, che garantisce loro grande flessibilità e velocità di relazioni, è rappresentata dalla c.d. *nodality*, ovvero la capacità dei singoli elementi costitutivi di correlarsi attraverso punti di connessione, detti nodi; questo consente ai regolatori, organizzati secondo un tale sistema, di diffondere dati e al meglio fruire dell'informazione circolante.

In questo caso, il modello a rete non risponde, quindi, soltanto ad esigenze di collaborazione tra apparati amministrativi, ma diviene funzionale all'esercizio della vigilanza sui rischi. In altre parole, la rete non incarna più solo esigenze di sintesi, in chiave collaborativa, dei punti di vista e delle informazioni delle varie *Authorities* coinvolte, bensì si presta, per la sua dimensione frattale – *recte*: a nuvola –, a cogliere il riverbero, sulla parte e poi sul tutto, dei rischi che possono essere rilevanti per il sistema.

In altre parole, la rete consente di incrementare le informazioni, aumentando la capacità di analisi delle stesse e di conseguente comunicazione repentina dei risultati, ma soprattutto permette di cogliere quei rischi che possono essere percepiti solo all'intersezione dei nodi.

5.2 Il Comitato europeo per il rischio sistemico

L'erompere della crisi globale e sistemica ha posto in luce come mancasse, sia negli Stati Uniti, sia in Europa, un'autorità preposta a raccogliere informazioni atte a monitorare il possibile verificarsi di cataclismi finanziari, che analizzasse le informazioni raccolte, in modo da vagliare l'esistenza di un rischio economico imminente, in forza del quale dare un repentino allarme in modo da garantire, nel peggiore dei casi, una pronta gestione dell'emergenza.

Per ovviare a ciò, nel 2010, è stato istituito l'*European Systemic Risk Board (Esrb)*, il cui assetto organizzativo comprende un Comitato Scientifico Consultivo, composto da quindici membri indipendenti (scelti tramite selezione pubblica), dotato di poteri istruttori e di consulenza tecnico-scientifica.

Il regolamento istitutivo assegna all'*Esrb* il compito di monitorare e di valutare – in tempi normali – il rischio sistemico, al fine di mitigare l'esposizione del sistema al rischio di fallimento delle sue componenti e di aumentare la «resilienza» del mercato finanziario agli *shock*.

La novella disciplina europea sulla vigilanza macroprudenziale è certamente ispirata al processo di regolazione del rischio, assimilabile all'amministrazione di rischio. Infatti, una volta individuati i rischi, il Comitato dovrà procedere alla loro valutazione (*risk assessment*), cui seguirà una vera e propria fase di gestione dei rischi (*risk management*), ancorché non di competenza del Comitato stesso.

Ciò non deve stupire, perché tale ripartizione di competenze è tipica degli attuali processi di gestione del rischio e comune alle altre agenzie europee, che alla regolazione dei rischi sono preposte. Infatti, una volta che i rischi siano stati individuati, il Comitato dovrà procedere alla loro valutazione (*risk assessment*), cui seguirà una vera e propria fase di gestione degli stessi (*risk management*), rimessa, però, alle Autorità microprudenziali europee e nazionali, in modo da garantire la divisione organizzativa e operativa tra le varie fasi dell'analisi del rischio.

Sicché il nuovo Comitato europeo, una volta terminata la fase di individuazione e valutazione dei rischi, deve limitarsi a fare «segnalazioni» (*risk warning*) dei rischi ritenuti «significativi», ma è sprovvisto del potere di adottare decisioni vincolanti, munite di obbligatorietà ed efficacia giuridica.

Il regolamento 1092/2010/UE valorizza tuttavia la fase di segnalazione, delineando un vero e proprio sistema di allerta progressiva a livello europeo (*early warning*).

Saranno così, molto spesso, le singole Autorità europee di supervisione, competenti per materia, a dover adottare misure inibitorie di amministrazione del rischio, dotate di valenza precauzionale, adottabili anche in via cautelare, in caso di emergenza. E qui sta la più rilevante peculiarità della disciplina europea rispetto a quella americana.

In specie, quando si versi nel momento iniziale della scala dell'allerta, è ben possibile che la gestione del rischio si coniughi con la precauzione, in ossequio a raccomandazioni dell'*Esrb*, che sollecitino i provvedimenti inibitori delle Autorità europee di supervisione, le quali, in taluni casi e a certe condizioni, possono proibire o limitare temporaneamente talune attività finanziarie che mettono a repentaglio il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità generale o parziale del sistema finanziario dell'Unione.

Il diritto positivo ci insegna poi che l'emergenza può essere affrontata sfruttando il dipanarsi, nella rete, dell'allerta massima.

In questo tipo di organizzazione, infatti, in situazione di emergenza, la rete si torce verso le Autorità nodali, che però non sono espressione di un potere gerarchico, essendo formate dai vertici delle autorità domestiche, chiamate a gestire insieme il rischio estremo, ancora una volta tramite provvedimenti inibitori, eventualmente cautelari.

In conclusione, oltre ad aversi tutti i presupposti perché le Autorità competenti possano elaborare un piano di emergenza, sembra delinearci un assetto in cui, quanto meno in relazione al rischio sistemico, notoriamente dai possibili esiti catastrofici, l'architettura

giuridica risulta compatibile con la predisposizione di un piano di prevenzione, quando non addirittura, di precauzione, in grado di affrontare in anteprima il fenomeno critico, possibile fattore scatenante di turbamenti sistemici.